

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/65261>

Please be advised that this information was generated on 2018-07-08 and may be subject to change.

Onderzoekcentrum  
Onderneming & Recht

HET PENSIOENFONDS  
ALS VERMOGENSBEHEERDER

Mr. R.H. Maatman . . .

SERIE ONDERNEMING EN RECHT  
DEEL 27

KLUWER 

HET PENSIOENFONDS  
ALS VERMOGENSBEHEERDER

SERIE ONDERNEMING EN RECHT

Onder redactie van

Prof.mr. S.C.J.J. Kortmann  
Mr. N.E.D. Faber

*Deel 27*

# HET PENSIOENFONDS ALS VERMOGENSBEHEERDER

EEN WETENSCHAPPELIJKE PROEVE OP HET GEBIED VAN DE  
RECHTSGELEERDHEID

## **PROEFSCHRIFT**

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR  
AAN DE KATHOLIEKE UNIVERSITEIT NIJMEGEN,  
VOLGENS BESLUIT VAN HET COLLEGE VAN DECANEN  
IN HET OPENBAAR TE VERDEDIGEN  
OP MAANDAG 21 JUNI 2004  
DES NAMIDDAGS OM 3.30 UUR PRECIES

DOOR

**RENÉ HENDRIK MAATMAN**

geboren op 25 november 1960  
te Gendringen

KLUWER - DEVENTER - 2004

PROMOTORES: PROF.MR. S.C.J.J. KORTMANN  
PROF.MR. J.W. WINTER (EUR)

Manuscriptcommissie:  
Prof.mr.dr.s. C.M. Grundmann-van de Krol (UvT)  
Prof.dr. E. Lutjens (VU)  
Prof.mr. G. van Solinge

ISBN 90 130 1751 7

Willy Cremers, grafisch ontwerp  
Gonnie Jakobs, lay-out tekst

© 2004, R.H. Maatman, Hoensbroek

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden veeveelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16b Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprerecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)-overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op [www.kluwer.nl](http://www.kluwer.nl) of opvragen via telefoonnummer 0570-673449.

## WOORD VOORAF VAN DE REDACTIE

In juni 1994 trad het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R) voor het eerst in de openbaarheid met de presentatie van de bundel "Financiering en Aansprakelijkheid"<sup>1</sup>. In het woord vooraf van deze bundel wordt aangegeven dat dit Onderzoekcentrum een "onderzoekschool eigen stijl" is. Gekozen is voor een samenwerking met praktijkjuristen in plaats van samenwerking met andere Nederlandse universiteiten. De dissertatie van Mr. R.H. Maatman laat zien dat deze samenwerking mooie vruchten kan opleveren. Met plezier nemen wij de studie van één van de fellows van het OO&R als deel 27 in de Serie Onderneming en Recht op.

Pensioenfondsen genieten de laatste tijd veel belangstelling. De vergrijzing enerzijds en de sterke veranderingen in beleggingsresultaten anderzijds hebben daaraan in belangrijke mate bijgedragen. Aan pensioenfondsen en vermogensbeheer door pensioenfondsen is in de Nederlandse rechtsgeleerde literatuur weinig aandacht besteed. De dissertatie van Maatman vormt een welkome aanvulling. Niet alleen gaat hij in op de aard van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden, maar ook besteedt hij aandacht aan de organisatorische vormgeving van de uitvoering van het pensioencontract en aan de verwachtingen die belanghebbenden mogen koesteren ten aanzien van het pensioenfonds als vermogensbeheerder. Ook zijn belangrijke beschouwingen gewijd aan "pension fund governance". De studie bevat niet alleen voor de wetenschap maar ook voor de praktijk veel lezenswaardigs.

S.C.J.J. Kortmann  
N.E.D. Faber

Nijmegen, april 2004

---

<sup>1</sup> Serie Onderneming en Recht, deel 1.

*Aan Mieke, Marijne, Phillian en Ivo*

*"De zegen des Heren, die maakt rijk,  
zwoegen voegt er niets aan toe."*

*Spreuken 10:22*



## WOORD VOORAF

Wat heb ik naar dit voorwoord uitgekeken! Ben blij dat het achter de rug is. Jarenlang heb ik uitgedragen dat het schrijven van een dissertatie niet te combineren zou zijn met mijn werk en gezin. Waarom ben ik er in 2002 dan toch aan begonnen?

Eigenbelang speelde ongetwijfeld een rol. Maar daarnaast wilde ik laten zien dat het bij een pensioenfonds mogelijk is professioneel vermogensbeheer goed te regelen, met een minimum aan belangenconflicten. Bovendien was het een uitdaging om de verhoudingen tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden te verhelderen. De gelijkenis met de *fiducia cum amico* - een rechtsfiguur die mij al veel langer boeit - bracht het onderzoek in een stroomversnelling; met enthousiasme wordt het een stuk makkelijker.

Ik ben dankbaar dat mijn werkgever voor dit onderzoek de gelegenheid bood. Onder leiding van Jean Frijns is bij ABP Vermogensbeheer een cultuur ontstaan die een geweldige voedingsbodem vormt voor onderzoek en ontwikkeling in het werk. Jean stimuleert "de synergie te zoeken" die daarin besloten ligt. Het is een voorrecht om in zo'n omgeving te mogen werken.

Maar er zijn meer mensen die mij hebben gesteund. De kwaliteiten en de inzet van mijn collega-juristen hebben mij in staat gesteld tijd vrij te maken voor dit proefschrift. Dank daarvoor!

Bas Kortmann en Jaap Winter hebben mij sinds het einde van de jaren '80 aangespoord te promoveren. Uiteindelijk heeft dat resultaat gehad; ik heb het lang niet voor mogelijk gehouden. De betrokkenheid die ik van hen heb mogen ervaren, waardeer ik bijzonder.

Jasper Kemme en Geert Raaijmakers hebben mij geweldig geholpen. Zij namen de tijd om alle teksten te beoordelen en brachten mij waar nodig terug op de verdedigbare paden, vóórdát de teksten werden toevertrouwd aan de promotores. Mijn verhouding tot Jasper en Geert heeft alle elementen van *fiducia* en *amico*.

*Woord vooraf*

Maurice Lucas, documentalist van ABP Vermogensbeheer, is mij behulpzaam geweest bij het verzamelen van literatuur. Daardoor heb ik veel tijd kunnen winnen. Peter de Koning heeft het manuscript bij herhaling van commentaar voorzien. Zijn vasthoudendheid heeft geleid tot tal van verbeteringen.

Ten slotte: dit proefschrift is een afspiegeling van mijn dagelijks werk. De opvattingen die ik hierin uitdraag zijn echter louter persoonlijk en mogen niet worden toegerekend aan mijn werkgever.

Het manuscript is afgesloten op 1 februari 2004. Met later verschenen literatuur, regelgeving of jurisprudentie heb ik incidenteel rekening kunnen houden.

Hoensbroek, 12 april 2004

## INHOUDSOPGAVE

<b>Lijst met afkortingen</b>	XIII
<b>Hoofdstuk 1 Inleiding en probleemstelling</b>	1
1.1 Pensioenfondsen in Nederland	1
1.2 Pensioenfondsen in de Nederlandse juridische literatuur	2
1.3 Collectief verzekeren en beleggen door middel van een pensioenproduct	4
1.4 De doelstelling van dit onderzoek	7
1.5 Vermogensbeheer op grond van een bijzondere rechtsverhouding	9
1.6 Onderzoeksaanpak	12
1.7 Nieuwe ontwikkelingen	15
1.8 Samenvatting	16
<b>Hoofdstuk 2 Begrippen en achtergronden</b>	19
2.1 Inleiding	19
2.2 Pensioen	20
2.3 Pensioenfonds, bedrijfstakpensioenfonds en ondernemingspensioenfonds	23
2.4 Deelnemer, gewezen deelnemer, slaper, gepensioneerde en belanghebbende	26
2.5 De pensioenovereenkomst	28
2.6 De inhoud van de pensioenovereenkomst	32
2.7 Pensioenregelingen: db en dc	35
2.7.1 Defined benefit	35
2.7.2 Defined contribution	37
2.8 Financiering van de pensioentoezegging	38
2.8.1 Financieringslasten en beleggingsrisico: dc vs. db	38
2.8.2 Omslagstelsel vs. kapitaaldekking	40
2.8.3 Herverzekering en overdracht van risico's	45
2.8.4 De "fairness" van de "pension deal"	46
2.9 Pensioenfonds en verzekeraar: taakafbakening	50
2.10 Uitbesteding	53

## *Inhoudsopgave*

2.10.1	Inleiding	53
2.10.2	Het zelfadministrerend pensioenfonds en het separaat werkend pensioenfonds	55
2.10.3	Omvang van de uitbesteding	58
2.11	Samenvatting	59
<b>Hoofdstuk 3 Het pensioenfonds als fiduciaris</b>		<b>63</b>
3.1	Inleiding	63
3.2	Het pensioenfonds als veilige haven	63
3.3	Romeinsrechtelijke fiducia	67
3.4	Fiducia in het Nederlandse recht	70
3.5	Fiducia cum amico en opdracht	76
3.6	Het pensioenfonds en de fiducia cum amico	77
3.7	Het pensioenfonds als fiduciaris van de werkgever	79
3.8	Het pensioenfonds als opdrachtnemer	83
3.9	De bij de opdracht betrokken partijen	85
3.10	De fiducia cum amico als Nederlandse verschijningsvorm van de trust	87
3.11	Het pensioenfonds heeft trustachtige karaktertrekken	89
3.12	Andere fiduciaire relaties <i>in</i> de pensioenfondsorganisatie	93
3.13	Andere fiduciaire relaties <i>om</i> de pensioenfondsorganisatie	94
3.14	Samenvatting	95
<b>Hoofdstuk 4 Opdracht en lastgeving</b>		<b>97</b>
4.1	Inleiding	97
4.2	Opdracht, lastgeving, gemengde overeenkomst	98
4.3	Pensioenovereenkomst: opdracht, verzekering of gemengde overeenkomst	100
4.3.1	Pensioenadministratie	103
4.3.2	Informatieverstrekking	105
4.3.3	Vermogensbeheer	106
4.3.4	Conclusie: een gemengd beeld	107
4.4	Verplichtingen uit opdracht	107
4.4.1	Artikel 7:401 BW	108
4.4.2	Artikel 7:402 BW	109
4.4.3	Artikel 7:403 BW	112

4.4.4 Artikel 7:404 BW	117
4.5 Verplichtingen uit lastgeving	121
4.5.1 Artikel 7:416 lid 1 BW: restricties ten aanzien van <i>Selbsteintritt</i>	121
4.5.2 Artikel 7:417 lid 1 BW: restricties ten aanzien van het dienen van twee heren	123
4.5.3 Artikel 7:418 lid 1 BW: andere belangenconflicten	125
4.6 De toepassing van de artikelen 7:420 - 424 BW	128
4.7 Samenvatting	131
<b>Hoofdstuk 5 Rechtspersonenrecht</b>	<b>133</b>
5.1 Inleiding	133
5.2 De stichting als natuurlijke rechtsvorm voor het pensioenfonds	134
5.3 Een andere rechtsvorm voor het pensioenfonds	138
5.4 Redelijkheid en billijkheid / goede trouw	139
5.5 Het toepassingsbereik	142
5.6 De toepassing van de artikelen 2:8, 2:9 en 2:15 BW	145
5.6.1 Artikel 2:8 BW	145
5.6.2 Artikel 2:15 BW	147
5.6.3 Artikel 2:9 BW	149
5.7 Zorgvuldig beheer in de zin van het stichtingrecht	151
5.8 De toepassing van het enquêterecht	154
5.9 Zorgvuldig beheer in de zin van het enquêterecht	157
5.9.1 Formele zorgvuldigheid	159
5.9.2 Materiële zorgvuldigheid	164
5.10 Samenvatting	168
<b>Hoofdstuk 6 Effectenrecht en governance</b>	<b>173</b>
6.1 Inleiding	173
6.2 Effectenrecht: onderscheid en doelstellingen	175
6.3 Toetsing deskundigheid en integriteit	179
6.4 Prudentieel toezicht	182
6.5 Pensioenfonds en zorgplicht	186
6.6 Zorgplichten in het effectenrecht	188
6.7 Pensioenfonds en effectenrechtelijke zorgplicht	193

## *Inhoudsopgave*

6.7.1	Defined benefit-regeling	193
6.7.2	Defined contribution-regeling	195
6.8	Corporate governance	202
6.9	Pension (fund) governance	206
6.9.1	Inleiding	206
6.9.2	Evenwichtige uitbesteding	209
6.9.3	"New pension (fund) governance"	212
6.10	Samenvatting	217
<b>Hoofdstuk 7 Beleggen volgens de prudent person-regel: solide beleggen</b>		<b>221</b>
7.1	Inleiding	221
7.2	Pensioenrichtlijn: prudent person-regel	222
7.3	Solide beleggen in de PSW	223
7.4	Kwantitatieve beleggingsrestricties of "prudent person-rules"	227
7.5	Solide beleggen: een prudent person-rule	234
7.6	De prudent man-rule in het Anglo-Amerikaanse recht: historisch perspectief	236
7.7	Intermezzo: MPT, diversificatie, rendement en risico	240
7.8	De prudent investor-rule in het Anglo-Amerikaanse recht	245
7.9	Prudent person-regel (Europa) vergeleken met prudent investor-rule (Amerika)	250
7.10	Samenvatting	253
<b>Hoofdstuk 8 Samenvatting en conclusies</b>		<b>255</b>
<b>Chapter 9 Summary and conclusions</b>		<b>265</b>
<b>Wetsartikelenregister</b>		<b>275</b>
<b>Rechtspraakoverzicht</b>		<b>281</b>
<b>Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur</b>		<b>283</b>
<b>Trefwoordenregister</b>		<b>303</b>
<b>Curriculum vitae</b>		

## LIJST MET AFKORTINGEN

abtn	actuariële en bedrijfstechnische nota
AFM	Autoriteit Financiële Markten
Anw	Algemene nabestaandenwet
ao/ic	administratieve organisatie en interne controle
AOW	Algemene Ouderdomswet
BUMA	Bureau voor Muziekauteursrecht
BW	Burgerlijk Wetboek
CAO	Collectieve Arbeidsovereenkomst
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CFO	Chief Financial Officer
CPB	Centraal Planbureau
D	Digesten
dc	defined contribution
db	defined benefit
DNB	De Nederlandsche Bank N.V.
DSI	Dutch Securities Institute
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
ESB	Economische en Statistische Berichten
EU	Europese Unie
G	Gaius
HR	Hoge Raad
IAS	International Accounting Standards
ICGN	International Corporate Governance Network
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
MPT	Moderne Portefeuille Theorie
MvA	Memorie van Antwoord
MvT	Memorie van Toelichting
NBW	Nieuw Burgerlijk Wetboek
NFTK	Nieuw Financieel Toetsingskader
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
nrs.	nummers
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht
OK	Ondernemingskamer
NRgt 2002	Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002
NRpt 2002	Nadere regeling prudentieel toezicht effectenverkeer 2002
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PSW	Pensioen- en spaarfondsenwet

*Lijst met afkortingen*

PVK	Pensioen- & Verzekeringskamer
RvdW	Rechtspraak van de Week
SER	Sociaal Economische Raad
SoZaWe	Sociale Zaken en Werkgelegenheid
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
T&C	Tekst & Commentaar
TVVS	Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen
Wet Bpf 2000	Wet verplichte deelneming bedrijfstakpensioenfonds 2000
WOR	Wet op de ondernemingsraden
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wte 1995	Wet toezicht effectenverkeer 1995
Wtk 1992	Wet toezicht kredietwezen 1992
Wtv 1993	Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993
UMPERSA	Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act
UPIA	Uniform Prudent Investor Act
vgl.	vergelijk
WAO	Wet op de arbeidsongeschiktheidsverzekering



## HOOFDSTUK 1

### INLEIDING EN PROBLEEMSTELLING

#### 1.1 Pensioenfondsen in Nederland

In Nederland waren op 1 januari 2003 858 pensioenfondsen geregistreerd.<sup>1</sup> Circa 2 miljoen Nederlanders zijn in hun middelen van bestaan geheel of ten dele afhankelijk van pensioenfondsen. Als gevolg van de vergrijzing van de Nederlandse bevolking zal dat aantal in de nabije toekomst groeien. De verwachting is dat in het jaar 2040 23,4% van de Nederlanders 65 jaar of ouder zal zijn; in 1999 was dat percentage 13,5.<sup>2</sup>

In pensioenfondsen zijn vermogens van enorme omvang ondergebracht. Ultimo 2002 bedroeg het totaal belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen een bedrag van € 474 miljard. Dat is overigens minder dan het recordbedrag van € 480 miljard dat ultimo 2001 werd bereikt.<sup>3</sup> Als gevolg van de financiële crisis is de afgelopen drie jaren een deel van hun vermogen "verdampt". Niettemin kan het belang van pensioenfondsen voor de Nederlandse economie moeilijk worden overschat.

Ook internationaal nemen Nederlandse pensioenfondsen een bijzondere positie in. Enerzijds omdat het Nederlandse pensioensysteem internationaal respect geniet; Nederland behoort tot de weinige landen die op basis van kapitaaldekking een regeling hebben getroffen om te voorzien in de financiële gevolgen van de vergrijzing waarmee alle westerse landen worden geconfronteerd. Anderzijds omdat de grootste Nederlandse pensioenfondsen ook naar internationale maatstaven omvangrijk zijn. ABP behoort zelfs tot de "top drie"; PGGM, Metaalnijverheid en Bouwnijverheid behoren tot de "top 100". Het grootste ondernemingspensioenfonds van Nederland - Philips Pensioenfonds - zit daar dicht bij.<sup>4</sup>

---

1 PVK (2003), p. 9.

2 CBS, bevolkingsprognose 1999.

3 PVK (2003), p. 11.

4 Pensions & Investments / Watson Wyatt World 300, stand van zaken per 31 december 2002. Deze ranglijst wordt opgesteld op basis van het belegd vermogen luidende in US Dollars. Als gevolg van valuta-effecten kan deze ranglijst jaarlijks aanzienlijk fluctueren. Per genoemde datum stond op nr. 1 het "Japan Government Pension" met een belegd vermogen van \$ 290.991 mrd. ABP op "2" met \$ 142.084 mrd. en California Public Employees op "3" met \$ 128.678 mrd.

## Hoofdstuk 1

In het licht van deze reputatie is het vreemd dat pensioenfondsen tot voor kort weinig publicitaire belangstelling genoten in Nederland; hun bestaan was betrekkelijk geruisloos en onomstreden. Wellicht schuilt een deel van de verklaring in het feit dat het publiek in het dagelijks economisch verkeer niet geconfronteerd werd met een pensioenfonds. Ook al wordt bij 5,5 miljoen Nederlanders maandelijks pensioenpremie ingehouden op het salaris en genieten 2 miljoen Nederlanders een pensioen, dit verschaft het pensioenfonds op zichzelf nog geen zichtbaarheid in onze samenleving. Sinds de tweede helft van de jaren '90 valt echter een kentering te bespeuren. Pensioenfondsen krijgen in de pers veel meer aandacht. De achtergronden daarvan zijn - wederom - de vergrijzing (velen beseffen dat zij in de nabije toekomst van een pensioenfonds afhankelijk zullen zijn), de verplichte deelneming aan een pensioenregeling (die als gevolg van de individualisering van de samenleving meer ter discussie staat dan vroeger), de toegenomen belangstelling voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en de diversificatie van Nederlandse pensioenfondsbeleggingen. In het beleggingsgedrag van Nederlandse pensioenfondsen is bij uitstek de globalisering van geld- en kapitaalmarkten zichtbaar. De onvoorstelbare beleggingsresultaten van de afgelopen 10 jaren hebben eveneens discussie uitgelokt, aanvankelijk over de fiscale belasting van de overschotten en later over de financiering van tekorten van pensioenfondsen. Ook de brede discussie over corporate governance heeft zijn weerslag gehad op pensioenfondsen; institutionele beleggers zijn nauw betrokken in die discussie, als belangrijkste aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen.<sup>5</sup> Bovendien is daardoor ook de aandacht gevestigd op het onderwerp "pension fund governance". Het resultaat is dat vrijwel geen dag voorbijgaat zonder berichtgeving over pensioenfondsen in de Nederlandse media.

### 1.2 Pensioenfondsen in de Nederlandse juridische literatuur

Pensioenfondsen genoten tot voor kort onder Nederlandse juristen weinig belangstelling. Sinds 1990 is het aantal publicaties op het gebied van het pensioenrecht echter aanzienlijk toegenomen.<sup>6</sup> Gezaghebbende privaatrechtelijk georiënteerde publicaties over pensioenfondsen en

---

5 Vgl. het rapport van de High Level Group (2002) waarin de aanbeveling is opgenomen dat institutionele beleggers aan hun belanghebbenden verantwoording afleggen over het beheer van de aan hun beleggingen verbonden zeggenschapsrechten (III.8, p. 61). In gelijke zin Principe IV.4 van de Code Tabaksblat (2003).

6 Zie onder meer het aantal publicaties van Lutjens en De Lange.

pensioenrecht zijn echter nog steeds schaars; de meeste publicaties hebben een sociaalrechtelijke inslag. Uitzonderingen zijn de dissertatie van Bod ("Pensioen en privaatrecht") alsmede de twee standaardwerken van respectievelijk Lutjens ("Pensioenvoorzieningen voor werknemers") en Tulfer ("Pensioenen, fondsen en verzekeraars"). De twee laatstgenoemde werken hebben een heel brede opzet. Daarin worden (nagenoeg) alle publiekrechtelijke en civielrechtelijke aspecten van pensioenrecht belicht, hetgeen er vanzelfsprekend toe leidt dat de daarin opgenomen beschouwingen op onderdelen een enigszins globaal karakter hebben.

Pensioenfondsen onderscheiden zich van banken en, in mindere mate, verzekeraars. Deze zijn, anders dan pensioenfondsen, regelmatig object van civielrechtelijk onderzoek. Ook de beoefenaren van het effectenrecht laten pensioenfondsen veelal links liggen; hun aandacht gaat vooral uit naar (commerciële) vermogensbeheerders, effectenbemiddelaars en banken. Weliswaar is hier een kentering te bespeuren voor zover het gaat om de integratie van het toezicht dat wordt uitgeoefend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM"), De Nederlandsche Bank ("DNB") en de Pensioen- en Verzekeringskamer ("PVK"), doch ik heb niet de indruk dat de belangstelling veel verder gaat dan de problemen die gepaard gaan met die integratie.<sup>7</sup>

Het gebrek aan belangstelling heeft misschien te maken met het "kameleonachtig" karakter van een pensioenfonds, waardoor we niet goed weten "wat we ermee aan moeten". Het heeft trekken van een verzekeraar, kredietinstelling, vermogensbeheerder en een beleggingsinstelling doch het is geen van deze figuren; het is bovenal een pensioenfonds.<sup>8</sup> Dit karakter leidt ertoe dat het pensioenfonds door de mazen van het net van juridische disciplines valt. Het resultaat is dat, behoudens de inspanningen van Bod, Lutjens en Tulfer, geen pogingen zijn ondernomen de rechtsverhoudingen binnen een pensioenfonds te onderwerpen aan een civielrechtelijk doorwrochte analyse.

---

7 Vgl. ook het Wetsontwerp "Fusiewet De Nederlandsche Bank N.V. en de Stichting Pensioen- & Verzekeringskamer", Kamerstukken 29 411.

8 Vgl. voor enkele onderscheidende kenmerken Maatman (2002).

Het gevolg is dat ik met dit onderzoek deels onontgonnen gebied betreed.<sup>9</sup> Enerzijds komt dat de relevantie van dit onderzoek ten goede. Anderzijds zal het moeite kosten het braak liggend terrein af te bakenen.

### 1.3 Collectief verzekeren en beleggen door middel van een pensioen product

Een pensioenfonds fungeert als uitvoerder van een *collectieve* pensioenregeling. Er wordt in groepsverband, voor een geheel van werknemers, pensioen verzekerd. Het optreden in een collectief heeft een verzekerings- en een beleggingsachtergrond.

Het doel van een pensioenfonds is te voorzien in financiële middelen wanneer mensen worden geconfronteerd met de gevolgen van ouderdom, invaliditeit of overlijden. Met het oog op de daarmee gepaard gaande onzekerheid wordt geld opzij gezet; in een pensioenfonds wordt vermogen afgezonderd. Dit gebeurt voor een belangrijk deel krachtens wettelijke verplichting. Daarmee dwingt de overheid werkgevers en werknemers om financiële buffers te creëren.<sup>10</sup>

De Staat dient daarmee ook zijn eigen belang. Een pensioenvoorziening, in aanvulling op de AOW-verzekering, draagt eraan bij dat zijn onderdanen minder beslag leggen op de collectieve middelen. De Staat zou een aanmerkelijk hogere AOW-premie moeten heffen indien werkgevers en werknemers geen pensioenregeling zouden treffen. Om die reden bevordert de Staat het pensioensparen door dit fiscaal te faciliteren tot het maximum vermeld in de Wet op de loonbelasting 1964.<sup>11</sup> Tevens zijn in de Pensioen- en spaarfondsenwet ("PSW") en in de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000 ("Wet Bpf 2000") eisen gesteld aan een pensioenvoorziening die beogen een redelijke levensstandaard te kunnen handhaven, ook in geval van ouderdom, invaliditeit of overlijden.<sup>12</sup>

---

9 Dit verklaart dat op onderdelen van het onderzoek het aantal geraadpleegde bronnen summier is.

10 Over de ontwikkeling van de pensioenvoorziening in Nederland, mede in het licht van het geheel van de sociale zekerheidswetgeving, zie Bod (1979), hoofdstuk 1.

11 Vgl. artikel 18a (voor ouderdomspensioen) jo. 38a (voor prepensioen) van de Wet op de loonbelasting 1964.

12 Vgl. Thierry (1955), p. 1-2: "Men kan zich op het standpunt stellen, dat de hier bedoelde gevolgen van werkloosheid, ziekte, invaliditeit, ouderdom en overlijden alleen het betrokken individu aangaan en de verzorging of het scheppen van voorzieningen mitsdien uitsluitend de taak is van dit individu en diens naaste familiekring. Dit standpunt kan men wel als overwonnen beschouwen. Zodra men tot de overtuiging komt, dat een grotere of kleinere gemeenschap verantwoordelijkheid draagt en een

Werkgevers en werknemers dienen de voor hun pensioenvoorziening bestemde gelden af te dragen aan een pensioenfonds. Het pensioenfonds draagt zorg dat de door werkgevers en werknemers afgezonderde middelen vrucht dragen door deze te beleggen. Het doel van de beleggingen is vermogensaanwas, ter dekking van de pensioenverplichtingen.

Het collectieve streven naar vermogensgroei heeft belangrijke voordelen boven het individuele sparen door werknemers. Individuele vermogensvorming biedt weinig waarborgen dat de levensstandaard kan worden gecontinueerd die de werknemer, zijn partner en kinderen, aan het einde van een carrière genieten. Bovendien vergt individueel sparen spaarzin, en die is niet bij iedereen aanwezig. Overigens denken wij daar in deze tijd anders over dan in 1955. Toen schreef Thierry:

"Naast voldoende grote en bij voorkeur regelmatig vloeiende inkomsten is het bereikt hebben van een zeker cultuurniveau hiervoor onontbeerlijke voorwaarde. Het is toch een bekend feit, dat in het algemeen alleen bij hen die een zeker peil van beschaving hebben bereikt, voldoende spaarzin wordt aangetroffen, terwijl ook alleen van hen kan worden verwacht, dat zij het op de oude dag beschikbare kapitaal niet nutteloos zullen verkwisten, maar zodanig zullen aanwenden, dat van een werkelijke verzorging gesproken kan worden."<sup>13</sup>

De individuele spaarder loopt een aanmerkelijk beleggingsrisico; hij is volledig afhankelijk van de beleggingsresultaten die hij tijdens zijn werkzame leven weet op te bouwen. Die zijn grotendeels afhankelijk van feiten en omstandigheden die hij niet kan beheersen of beïnvloeden waaronder: de kapitaal- en geldmarktrente, de koersbewegingen op aandelenmarkten en valutarisico's. Die onzekerheden kunnen voor een deel worden weggenomen door een voldoende gediversificeerde beleggingsportefeuille samen te stellen. De omvang van een particuliere beleggingsportefeuille is echter zelden toereikend om optimaal te kunnen diversificeren. Dit kan worden ondervangen door voor collectieve rekening te beleggen. Tevens kunnen daarmee de kosten van het vermogensbeheer worden gedecimeerd.

---

taak heeft ten aanzien van de bovengenoemde gevolgen, wordt het opdrogen van de inkomstenbron uit arbeid ook een sociale aangelegenheid."

13 Thierry (1955), p. 34.

## Hoofdstuk 1

Tezamen leiden deze factoren tot de conclusie dat collectief beleggen veruit de voorkeur geniet boven individueel sparen of beleggen. Of, negatief geformuleerd, in de woorden van Thierry:

"Gezien de voorwaarden waaraan zowel financieel als cultureel voldaan moet zijn, kunnen wij constateren, dat deze zo eenvoudige voorzieningsvorm, het sparen, voor grote categorieën personen niet in aanmerking kan komen".

De onzekerheid omtrent de levensduur na pensionering leidt ertoe dat een individu niet weet hoeveel vermogen hij bij het einde van zijn carrière moet hebben opgebouwd om zijn levensstandaard tot aan zijn overlijden te kunnen handhaven. Bovendien verkeert hij in onzekerheid of de pensioengerechtigde leeftijd ooit zal worden bereikt. Dit vereist dat in elke levensfase een toereikend vermogen voorhanden is voor hemzelf en zijn nabestaanden, doch dat doet de vraag rijzen wélk vermogen wannéér toereikend kan worden geacht. Het risico dat het vermogen tekortschiet wordt aangeduid als langlevenrisico respectievelijk sterfterisico.<sup>14</sup>

Deze risico's kunnen met een pensioenproduct worden teruggedrongen door te beleggen voor rekening van meer dan één generatie. Door de wettelijke verplichte deelname kan risicodeling tussen generaties worden georganiseerd. Daarmee wordt tevens de beleggingshorizon verlengd, hetgeen de kans vergroot op pieken en dalen in beleggingsresultaten.

De verplichte deelname maakt het mogelijk een pensioenproduct te creëren dat zich onderscheidt van een verzekeringsproduct. Het pensioenrecht wordt in de meeste gevallen geïndexeerd, voor looninflatie en soms ook prijsinflatie. Aan een verzekeringsovereenkomst daarentegen kunnen slechts nominale aanspraken worden ontleend. Wanneer de verzekering een einde neemt is de verzekeraar tot niet meer gehouden dan de betaling van een op voorhand gefixeerd bedrag. Een verzekerd loongerelateerd geïndexeerd pensioeninkomen is niet te koop op financiële markten.<sup>15</sup>

---

14 Tijdens de parlementaire behandeling van de PSW in 1951 relativeerde het kamerlid Wagenaar het pensioenprobleem door er op te wijzen dat volgens het Statistisch jaarboekje over 1949 de man gemiddeld 65,7 jaar oud wordt. Hij merkt op: "Gemiddeld wordt dus gedurende 7/10 jaar, dat is 37 weken, pensioen uitgekeerd". Handelingen II, 1730, p. 147. Afgezien van de denkfout die hij maakt - degene die de 65-jarige leeftijd heeft bereikt wordt gemiddeld ouder dan 65,7 jaar - illustreert zijn opmerking dat het langlevenrisico in betrekkelijk korte tijd (één generatie) aanmerkelijk kan veranderen.

15 Vgl. Van de Poel en Ponds (2003), p. 168-170.

Bij een pensioenverzekering wordt voorts geen onderscheid gemaakt in de door de deelnemers verschuldigde premie. De nominale of procentuele bijdrage is voor alle deelnemers gelijk; het pensioen is verkrijgbaar tegen een "doorsneepremie". De beleggings- en verzekeringstechnische risico's worden niet afgewenteld op de individuele deelnemers.<sup>16</sup> Hierdoor kan voor alle deelnemers tegen acceptabele premies een pensioenvoorziening worden opgebouwd, ongeacht het "persoonlijk risicoprofiel".

Deze onmiskenbare voordelen hebben hun keerzijdes. De doorsneepremie zal niet door iedereen als een voordeel worden ervaren. Dit geldt eveneens voor de wettelijk verplichte deelname die ten grondslag ligt aan de "intergenerationele solidariteit". Een nadeel van het pensioenproduct is de onvolledigheid van het pensioencontract; de "hardheid" van de aanspraak en de afdwingbaarheid daarvan zijn diffuus. Voorts dienen de middelen die werkgevers en werknemers in een pensioenfonds afzonderen hun vermogen te verlaten, in ieder geval in juridische zin. De werknemer (dan wel zijn partner of nabestaanden) verkrijgen daarvoor in de plaats een voorwaardelijke aanspraak op een pensioenuitkering. Inherent daaraan is de onzekerheid of de voorwaarde in werking treedt.

Denkbaar is dat de deelnemer (noch zijn partner of nabestaanden) in het geheel geen gelegenheid krijgen te genieten van een door het pensioenfonds te leveren wederprestatie. Dat is de prijs voor een verzekerd risico. Het pensioen wordt daarom ook aangemerkt als een pensioenverzekering. Deze onzekerheden zijn gemeenschappelijk onder alle deelnemers. Daaraan verbonden voor- en nadelen (miscalculaties van verzekeringstechnische risico's) worden omgeslagen over het collectief.

#### **1.4 De doelstelling van dit onderzoek**

Aan het pensioenfonds worden door werkgevers en werknemers gelden toevertrouwd ter verzekering van pensioenen. Het pensioenfonds moet de gelden beleggen en de beleggingen beheren. De doelstelling van het beleggingsbeleid is zodanige opbrengsten te genereren dat de verplichtingen die voortvloeien uit de pensioenregeling te allen tijde kunnen worden nagekomen. Het pensioenfonds dient aan de belanghebbenden te rapporteren hoe hij deze taken uitvoert; hij dient de deelnemers te

---

16 Vgl. artikel 8 Wet Bpf 2000. Voor een vrijwillige pensioenvoorziening kan een afwijkende regeling gelden, vgl. artikel 8 lid 2 Wet Bpf 2000.

informereren over hun pensioenrechten en dient verantwoording af te leggen over het gevoerde en voorgenomen beleggingsbeleid.<sup>17</sup>

Het pensioenfonds is juridisch gerechtigd tot het pensioenvermogen; het vermogen is zijn "eigendom". Het pensioenfonds belegt evenwel niet voor zichzelf. Eventuele overschotten of tekorten zijn economisch - uiteindelijk - niet voor rekening van het pensioenfonds.<sup>18</sup> Binnen het fonds wordt voortdurend berekend of het pensioenfonds aan de verplichtingen die voortvloeien uit de pensioentoezegging kan voldoen. Actuariële tekorten of overschotten komen ten laste van of ten goede aan een collectief van financieel belanghebbenden. Het pensioenfonds beheert als eigenaar de financiële belangen die anderen aan hem hebben toevertrouwd; hij is een fiduciair eigenaar.

Het is niet altijd duidelijk welke rechten en verplichtingen voortvloeien uit de rechtsbetrekkingen tussen het pensioenfonds en zijn economisch belanghebbenden. Dit houdt verband met de zeer lange looptijd van hun contractuele relatie (het pensioenfonds houdt rekening met verplichtingen die enkele generaties omspannen)<sup>19</sup> en de complexiteit van het pensioencontract, vooral de ingewikkelde financieringsverhoudingen die aan dat contract inherent zijn. Die omstandigheden leiden ertoe dat de rechten en verplichtingen onmogelijk in volledige contracten kunnen worden geregeld; niet alle onzekerheden en conflicten die tijdens de zeer lange looptijd rijzen kunnen op voorhand worden voorzien en gereguleerd. Het gevolg is dat in de verhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden veel moet worden overgelaten aan het vertrouwen, aan de *goede trouw*. Enigszins gechargeerd zouden we kunnen zeggen dat het vertrouwen begint waar het contract ophoudt.<sup>20</sup>

---

17 Zie over de kerntaken van een pensioenfonds Kamerstukken II, 28 294, nr. 1, met verwijzing naar het SER Advies Nieuwe Pensioenwet 01/06.

18 Vgl. Kortleve (2003): "Een pensioenfonds heeft in principe geen eigen vermogen en kent ook geen tekort of overschot. Voor zover die wel op de balans staan, betreft het nog niet toebedeelde waardes, waarvoor bepaalde belanghebbenden verantwoordelijk zullen zijn."

19 De horizon ligt thans rond de 80 jaar. Er wordt actuariële rekening gehouden met de mogelijkheid dat de thans 21-jarige op zijn honderdste verjaardag pensioen geniet.

20 Dit is een kenmerk van wat Langbein noemt "relational contracts". Zie § 3.11 van dit onderzoek. In bepaalde verhoudingen kan de stelling ook worden omgedraaid: het contract begint waar vertrouwen ophoudt. De vertrouwensrelatie met mijn echtgenote is zoek als wij de verwachtingen die wij van elkaar hebben in volledige contracten moeten vastleggen.



Het vertrouwen kan pas fungeren als bron van rechten en verplichtingen op het moment dat partijen weten welk resultaat wordt nagestreefd. Dit vereist een analyse van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden en een beschrijving van de belangrijkste prestaties die het pensioenfonds op grond daarvan moet leveren. Dit geheel moet worden geplaatst binnen wet- en regelgeving die deze rechtsverhouding en deze prestaties beheersen. In dit licht zou ik de doelstelling van dit onderzoek in drie vragen willen samenvatten:

1. Wat is de aard van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden?
2. Hoe wordt de uitvoering van het pensioencontract organisatorisch vormgegeven?
3. Wat mogen belanghebbenden verwachten van het pensioenfonds als vermogensbeheerder?

Deze derde vraag kan ik ook aldus formuleren: welke rechten en verplichtingen vloeien voort uit de fiduciaire verantwoordelijkheid van een pensioenfonds als vermogensbeheerder.

### **1.5 Vermogensbeheer op grond van een bijzondere rechtsverhouding**

Vermogensbeheer is een van oudsher bestaande activiteit. Reeds in het Nieuwe Testament spreekt Jezus in gelijkenissen over de rijke opdrachtgever en zijn vermogensbeheerders en de tussen hen vereiste vertrouwensband.<sup>21</sup> In het burgerlijk recht is de positie van de vermogensbeheerder onderworpen aan de overeenkomst van lastgeving en volmacht. Lastgeving was geregeld in de artikelen 1829 e.v. BW (oud). Sinds 1 september 1993 kent het Nederlandse wetboek een afzonderlijke titel over de overeenkomst van opdracht.

Effectenrecht was in hoofdzaak burgerlijk recht. De rechten en verplichtingen die gelden in de verhouding tussen opdrachtgever en opdrachtnemer zijn veel later opgenomen en nader uitgewerkt in het publiekrechtelijke effectenrecht. Grundmann-Van de Krol spreekt over "de twee benen" van het effectenrecht: het privaatrechtelijke en het publiekrechtelijke been. Het effectenrecht verkrijgt zijn publiekrechtelijk been pas in 1986, bij de invoering van de Wet effectenhandel.<sup>22</sup> Vanaf dat moment is sprake van een zeker "auto-kannibalisme"; het publiekrechtelijke effectenrecht

---

21 Vgl. Lukas 16:1-8 en Lukas 19:11-27, NBG vertaling.

22 Grundmann-Van de Krol (2002), p. 2.

## Hoofdstuk 1

onderdrukt en annexeert de privaatrechtelijke verhouding tussen opdrachtgever en vermogensbeheerder. De beoefenaar van het effectenrecht dreigt uit het oog te verliezen dat de kern van de effectenrechtelijke zorgplicht een verbijzondering is van de privaatrechtelijke zorg die een goed opdrachtnemer in acht moet nemen.<sup>23</sup>

Het publiekrechtelijke toezicht op de vermogensbeheerder is geregeld in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 ("Wte 1995"). In de Wte 1995 komen normen voor zorgvuldig vermogensbeheer tot uitdrukking zoals die gelden voor de "typische" vermogensbeheerder zoals in die wet gedefinieerd. Die normen kunnen in veel gevallen worden herleid tot de volgende doelstellingen:

- waarborgen van integriteit;
- veiligstellen van het vermogen;
- waken voor belangenconflicten;
- zorgplichten ten opzichte van de opdrachtgever.

De regelgeving bij of krachtens de Wte 1995 ziet op de effectiviteit van het toezicht, op vergunningvereisten, organisatorische inrichting en interne controle.

Het gedetailleerde publiekrechtelijke effectenrecht geeft blijk van het besef dat er belangenconflicten zijn tussen de opdrachtgever en de vermogensbeheerder. De wetgever vermoedt een aanmerkelijke kans dat de laatste, als hij daartoe de gelegenheid krijgt, in zijn eigen (financiële) belang zal handelen, ten koste van de opdrachtgever.

In het burgerlijk recht wordt dit reeds lang onderkend. Rechten en verplichtingen in de verhouding tussen opdrachtgever en opdrachtnemer zien veelal op belangenconflicten; denk bijvoorbeeld aan de risico's die de opdrachtgever loopt in geval van "het dienen van twee heren" of de "Selbsteintritt" door de opdrachtnemer. In de economische theorie duidt men dit aan als een "agency problem". Dat probleem ontstaat in een "agency-verhouding", dat is "a contract under which one or more persons - the principal(s) - engage another person - the agent - to perform some service on their behalf that involves delegating some decision-making authority to the agent".<sup>24</sup> In het publiekrechtelijke effectenrecht wil de wetgever "agency problems" tegengaan met gedetailleerde voorschriften ten aanzien van prudent vermogensbeheer, betrouwbaar en integer

---

23 Vgl. artikel 25 NRgt 2002. Ik kom daarop terug in § 6.6.

24 Vgl. Jensen (2000), p. 85-86; Jensen & Meckling (1976), p. 308.

handelen. Een analyse van de desbetreffende regelgeving en jurisprudentie kan eraan bijdragen de eisen te verduidelijken die wij moeten stellen aan het vermogensbeheer door een pensioenfonds. Mijn veronderstelling is echter dat die analyse veel vragen onbeantwoord zal laten. Een pensioenfonds is namelijk een a-typisch voorbeeld van een vermogensbeheerder:

- aan de definitie van vermogensbeheerder in het publiekrechtelijke effectenrecht ligt de veronderstelling ten grondslag dat het vermogen toebehoort aan de opdrachtgever.<sup>25</sup> Het pensioenfonds beheert echter vermogen dat juridisch aan hemzélf toebehoort. De voor- en nadelen van zijn beleggingstransacties komen niet onmiddellijk voor rekening van de economisch belanghebbenden. Er is geen sprake van "effectenrechtelijke transparantie"; tussen de door het pensioenfonds gehouden beleggingen en de beleggingsresultaten enerzijds en de pensioenuitkeringen anderzijds bestaat een te ver verwijderd verband;<sup>26</sup>
- een pensioenfonds beheert vermogen op niet-commerciële basis. Daarmee worden kosten gereduceerd en mogelijk tegenstrijdige belangen tussen de economisch belanghebbenden en de vermogensbeheerder teruggedrongen. De wetgever heeft additionele waarborgen getroffen om potentiële belangenconflicten tegen te gaan door te bepalen dat het bestuur van een pensioenfonds moet bestaan uit vertegenwoordigers van de economisch belanghebbenden.<sup>27</sup>

De positie van een pensioenfonds heeft wat meer weg van een beleggingsinstelling waarin ter collectieve belegging gelden of andere goederen zijn gevraagd of verkregen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen.<sup>28</sup> Er zijn echter verschillen tussen een pensioenfonds en een beleggingsinstelling. Werkgever(s), werknemers en gepensio-

---

25 Vgl. artikel 1 onder c. Wte 1995.

26 Vgl. Ponsen (2000), p. 8; Maatman (2002), p. 224-226. Die transparantie is mijns inziens aanwezig indien een tussenpersoon de resultaten van een door hem verrichte belegging "één op één" voor rekening laat komen van de eindbelegger, zonder dat de betrokkenheid van de tussenpersoon het effectenrechtelijke karakter van de vordering het "denatureert".

27 Hoewel bij deze structuur vraagtekens worden geplaatst, als onderdeel van de discussie over "pension fund governance", is het achterliggende principe waardevol; degenen die het economisch risico dragen zijn betrokken bij belangrijke beslissingen die hen raken. Nader over dit onderwerp: VU (2001); staatssecretaris Rutte in Het Financieele Dagblad van 10 december 2003: "Goed pensioenbestuur stevig op agenda". Meer uitgebreid over pension fund governance in § 6.9.

28 Vgl. artikel 1 Wtb.

neerden zijn niet deelgerechtigd in het pensioenfonds op een wijze zoals bedoeld in de Wet toezicht beleggingsinstellingen. Voorts is ook hier het gebrek aan effectenrechtelijke transparantie een onderscheidend kenmerk.<sup>29</sup>

Het pensioenfonds ontleent zijn positie als vermogensbeheerder aan een bijzondere contractuele verhouding. Een analyse van deze privaatrechtelijke verhouding is noodzakelijk om te achterhalen wat belanghebbenden van het pensioenfonds mogen verwachten. Doorgaans kan een overeenkomst van vermogensbeheer niet als zodanig worden geïdentificeerd; het vermogensbeheer is veeleer ingebed *in* en ligt *in* het verlengde van de opdracht aan het pensioenfonds om pensioenen te verzekeren. Deze opdracht komt tot uitdrukking in de pensioenovereenkomst, de statuten van het pensioenfonds en de PSW. In de vorige paragraaf noemde ik reeds de uitzonderlijk lange looptijd en de complexiteit van de contractuele relatie tussen belanghebbenden en het pensioenfonds. Als gevolg daarvan kan de rol van het pensioenfonds als vermogensbeheerder onmogelijk geheel in contractuele of wettelijke voorschriften worden geregeld. Het is daarom noodzakelijk terug te grijpen op algemene beginselen die ten grondslag liggen aan de pensioenovereenkomst en de PSW. Voorts valt een pensioenfonds als vermogensbeheerder en rechtspersoon binnen het bereik van het overeenkomstenrecht, het rechtspersonenrecht en het effectenrecht. Op grond daarvan kunnen de rechten en verplichtingen van een pensioenfonds worden gedefinieerd of nader worden ingekleurd.<sup>30</sup> De doelstelling van dit onderzoek is deze algemene beginselen te identificeren en de rechten en verplichtingen van het pensioenfonds zo mogelijk te concretiseren.

## 1.6 Onderzoeksaanpak

De rechtsverhouding tussen werkgever, deelnemer, slaper, gepensioneerde en pensioenfonds is complex. Voor een goed begrip van de taak en verantwoordelijkheid van het pensioenfonds is het noodzakelijk inzicht te verkrijgen in het karakter van de pensioenovereenkomst. Daarvoor zal ik in

---

29 Voor een nader onderscheid tussen een pensioenfonds en een beleggingsinstelling zie Maatman (2002), p. 224-226.

30 Ik laat in het midden of het effectenrecht een "eigen plaats" verdient naast het burgerlijk recht en het publiekrecht dan wel of het effectenrecht eigenlijk een verzameling is civielrechtelijke en publiekrechtelijke normen. Nader daarover Grundmann - Van de Krol (2002).

het tweede hoofdstuk enkele pensioenrechtelijke begrippen definiëren en tevens ingaan op de aard van de pensioentoezegging (defined benefit vs. defined contribution), de verschillende financieringssystemen en de voor- en nadelen daarvan. Voorts zal ik uiteenzetten welke "typen" pensioenfondsen wij in Nederland kennen. Daarbij komt tevens de organisatievorm aan de orde; het pensioenfonds dat de kerntaken zélf uitvoert en het pensioenfonds dat deze geheel of ten dele uitbesteedt.

In het derde hoofdstuk zal ik onderbouwen dat tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden een vertrouwensrelatie wordt verondersteld. De oorsprong van die relatie ligt in het Romeinse recht, de *fiducia cum amico*. Deze rechtsfiguur wordt in het Nederlandse recht erkend en beschouwd als de verschijningsvorm van de Anglo-Amerikaanse trust.

Het pensioenfonds vertoont trustachtige trekken. Om twee redenen is die gelijkenis van belang. Zij versterkt de conclusie dat een pensioenfonds werkzaam is op grond van de *fiducia cum amico* en zij rechtvaardigt het trustrecht te raadplegen teneinde de rechtsbetrekkingen tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden te verhelderen.<sup>31</sup>

Dat betekent overigens geenszins dat de *fiducia cum amico* de enige bron van rechten en verplichtingen is voor het pensioenfonds en zijn belanghebbenden. Door de (rechts)handelingen van een pensioenfonds te herleiden tot de overeenkomst van opdracht kunnen talrijke, thans veelal impliciet aangenomen rechten en verplichtingen, worden verklaard.

Hoofdstuk 4 is daaraan gewijd. Aan de wettelijke regeling van de overeenkomst van opdracht kunnen belangrijke principes worden ontleend die in de verhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgevers kunnen worden toegepast. In de daaropvolgende hoofdstukken zal blijken dat die principes langs verschillende wegen naar het pensioenfonds leiden. De wettelijke bepalingen die zien op potentiële belangenconflicten tussen opdrachtgever en opdrachtnemer, de door een opdrachtnemer in acht te nemen zorgplicht alsmede de op hem rustende reken- en verantwoordingsplicht zijn verbijzonderd in rechtspersoonrechtelijke én

---

31 Ik spreek over het "Anglo-Amerikaanse trustrecht", doch ik ben mij ervan bewust dat er verschillen zijn tussen onder meer het Amerikaanse en het Engelse trustrecht. In dit onderzoek zal ik nagenoeg uitsluitend aandacht besteden aan het Amerikaanse trustrecht. Vgl. ook Rickford (2002), p. 325, die waarschuwt voor de grote verschillen in Anglo-Amerikaanse rechtssystemen. Maar soms vallen die verschillen mee: "But in areas where US laws continue the English 'common' (case) law traditions adopted on independence there remains a shared legal culture and the term is still valid. The field of fiduciary duties is a good example."

## *Hoofdstuk 1*

effectenrechtelijke normen. Het pensioenfonds is daaraan onderworpen, rechtstreeks, dan wel door analogie.

Het rechtspersonenrecht wordt in hoofdstuk 5 behandeld. In Boek 2 BW kunnen drie categorieën van bepalingen worden onderscheiden die voor een pensioenfonds relevant zijn, te weten:

- eisen aan de besluitvorming en de gedragingen van personen die bij de organisatie van een rechtspersoon betrokken zijn;
- bepalingen die bestuurders van een stichting verplichten tot - kort gezegd - zorgvuldig beheer; en
- bepalingen die een rechtspersoon onderwerpen aan een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken in geval van vermoed wanbeleid.

In hoofdstuk 6 wil ik onderzoeken in hoeverre het effectenrecht voor pensioenfondsen relevant is. Tot voor kort leek het publiekrechtelijke effectenrecht pensioenfondsen niet te treffen. Gaandeweg groeit echter het inzicht dat een pensioenfonds zich niet onderscheidt van andere financiële marktpartijen zoals vermogensbeheerders, banken of effectenbemiddelaars. Het effectenrecht dat van aanvang aan op deze "andere" financiële marktpartijen van toepassing was heeft daarom uitstraling naar, en geeft een bepaalde kleur aan, de normen die gelden voor het pensioenfonds als vermogensbeheerder.

Uit het effectenrecht volgen eisen ten aanzien van de deskundigheid en betrouwbaarheid van beleidsbepalers van pensioenfondsen en eisen ten aanzien van de bedrijfsvoering. Die worden gerekend tot de "pension fund governance", een onderwerp dat eveneens in hoofdstuk 6 aan de orde komt.

In hoofdstuk 7 staat centraal het vereiste dat belegging van de beschikbare gelden van een pensioenfonds op solide wijze moet plaatsvinden. Het is de enige wettelijke kwaliteitseis die rechtstreeks van toepassing is op het vermogensbeheer door pensioenfondsen. Hoewel deze norm reeds meer dan 50 jaar in de PSW is neergelegd is niet geheel duidelijk hoe pensioenfondsen daaraan uitvoering moeten geven. In het licht van de doelstelling van dit onderzoek - zie het slot van § 1.4 - beschouw ik het concretiseren van de "soliditeitseis" als de belangrijkste subdoelstelling van dit onderzoek. Immers, krachtens de wet staat vast dat belanghebbenden mogen verwachten dat het pensioenfonds solide belegt.

Ik zal het vereiste dat het pensioenfonds solide belegt plaatsen in het kader van de EU Pensioenrichtlijn, waarin is opgenomen dat pensioen-

fondsen een beleggingsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met de "prudent person"-regel.<sup>32</sup> Aangenomen wordt dat de soliditeitseis (nagenoeg) synoniem is aan de "prudent person"-regel. Ik wil trachten het begrip "solide beleggen" en de prudent person-regel te verduidelijken, onder meer op grond van het Anglo-Amerikaanse trustrecht. De Amerikaanse Uniform Prudent Investor Act van 1994 bevat principes voor zorgvuldig vermogensbeheer die toegepast kunnen worden bij de interpretatie van zowel de soliditeitseis als de prudent person-regel.

In hoofdstuk 8 worden de conclusies van dit onderzoek samengevat.

### **1.7 Nieuwe ontwikkelingen**

De pensioenvoorziening, pensioenfondsen én hun omgeving bevinden zich in een ingrijpend proces van veranderingen. Aan pensioenfondsen worden nieuwe wettelijke eisen gesteld op het gebied van hun taken, hun bestuur, de kwaliteit van hun organisatie. Pensioenfondsen moeten hun balansverhoudingen wijzigen onder invloed van nieuwe toezichteisen en zij krijgen van doen met andere toezichthouders. Vóór 2006 krijgen pensioenfondsen te maken met de gevolgen van de EU Pensioenrichtlijn, met de Pensioenwet<sup>33</sup> die de Pensioen- en spaarfondsenwet zal vervangen en met een nieuw financieel toetsingskader ("NFTK") dat bepalend zal zijn voor het solvabiliteitstoezicht op pensioenfondsen. Gelijktijdig worden zij geconfronteerd met ingrijpende consequenties van fiscale wetgeving - in het Belastingplan 2004 wordt een vennootschapsbelastingplicht voor pensioenfondsen geïntroduceerd -.<sup>34</sup> Voorts zullen pensioenfondsen de consequenties ervaren van nieuwe verslaggevingsstandaarden (IAS). Daarenboven wordt in "soft law" een beroep gedaan op de fiduciaire verantwoordelijkheid van een pensioenfonds als aandeelhouder; denk aan de aanbevelingen van de Commissie Tabaksblat en het EU Corporate Governance Action Plan. Daarnaast doen diverse maatschappelijk geledingen een beroep op de maatschappelijke verantwoordelijkheid van pensioenfondsen; ik noem de werknemersorganisaties CNV en FNV die beleggingscodes hebben opgesteld voor pensioenfondsen maar ook het Ministerie van Economische

---

32 Richtlijn 2003/41 EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, aanvaard op 3 juni 2003.

33 De regering verwacht het ontwerp van de Pensioenwet in de tweede helft van 2004 te kunnen indienen bij de Tweede Kamer, vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 2.

34 Kamerstukken 29 210.

Zaken dat pensioenfondsen aanspreekt op een (veronderstelde) rol in de discussie over maatschappelijk verantwoord ondernemen.<sup>35</sup> Het geheel van deze ontwikkelingen geeft de indruk van "bestuurlijke filevorming"; beleidsbepalers van pensioenfondsen gaan drukke tijden tegemoet.

Deze aanstaande ontwikkelingen zal ik slechts fragmentarisch behandelen. Wat betreft het ontwerp van de Pensioenwet besteed ik uitsluitend aandacht aan de stukken die ten tijde van de afsluiting van dit onderzoek bij de Tweede Kamer zijn ingediend.<sup>36</sup> Ik laat derhalve buiten beschouwing de "ambtelijke" notities waarin de ideeën voor de Pensioenwet worden uiteengezet. De overige nieuwe ontwikkelingen breng ik slechts ter sprake voor zover daardoor een beter inzicht kan worden verkregen in de fiduciaire verantwoordelijkheid van een pensioenfonds naar huidig recht. Dat is mijns inziens geen onoverkomelijk bezwaar, aangezien ik mij wil richten op *algemene* rechtsbeginselen die het pensioenfonds ten opzichte van zijn belanghebbenden in acht moet nemen. Gelet op de oorsprong van die beginselen - het Romeinse recht - heb ik enig vertrouwen dat wij nog geruime tijd hebben te gaan voordat de "houdbaarheidsdatum" van dit onderzoek verschijnt.

### 1.8 Samenvatting

Het doel van een pensioenfonds is te voorzien in financiële middelen wanneer mensen worden geconfronteerd met de gevolgen van ouderdom, invaliditeit of overlijden. Met het oog op de daarmee gepaard gaande onzekerheid wordt door werkgevers en werknemers in een pensioenfonds vermogen afgezonderd. Het pensioenfonds dient dit vermogen voor collectieve rekening te beleggen.

Door de wettelijke verplichte deelname kan risicodeling tussen generaties worden georganiseerd. Hierdoor worden beleggingsrisico's en het langlevens- en sterfterisico teruggedrongen. Het pensioenproduct geeft aanspraak op een loongerelateerd geïndexeerd pensioeninkomen. Deze aanspraak is voor alle deelnemers verkrijgbaar tegen dezelfde prijs: een doorsneepremie.

De voordelen van dit product hebben hun keerzijdes. De werkgevers en werknemers moeten de beschikkingsmacht prijsgeven over de middelen die zij voor hun pensioenvoorziening afzonderen, ten gunste van het

---

35 Kamerstukken II, 26 485, nr. 23.

36 Kamerstukken II, 28 294, nrs. 1-2.



pensioenfonds. Voorts zijn de doorsneepremie en de "intergenerationele solidariteit" niet erg aantrekkelijk voor de jonge generatie. Een bezwaar is dat het pensioencontract wordt gekenmerkt door onvolledigheid; de "hardheid" van de aanspraak en de afdwingbaarheid daarvan zijn diffuus. Dit hangt samen met de zeer lange looptijd en de ingewikkelde financieringsverhoudingen die het pensioencontract typeren.

Het onvolledige pensioencontract dient te worden aangevuld met de eisen die voortvloeien uit de aard van de rechtsverhouding, de verwachtingen die partijen van elkaar hebben en de *goede trouw*. De doelstelling van dit onderzoek is een beter inzicht te verkrijgen in die eisen. Daartoe wil ik de volgende vragen beantwoorden:

1. Wat is de aard van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden?
2. Hoe wordt de uitvoering van het pensioencontract organisatorisch vormgegeven?
3. Wat mogen belanghebbenden verwachten van het pensioenfonds als vermogensbeheerder?

## HOOFDSTUK 2

### BEGRIPPEN EN ACHTERGRONDEN

#### 2.1 Inleiding

In de volgende hoofdstukken zal de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden worden geanalyseerd. Daaraan vooraf worden in dit hoofdstuk enkele pensioenrechtelijke begrippen gedefinieerd en toegelicht, zoals pensioenfonds, deelnemer, slaper, gepensioneerde en belanghebbende. Ik wil inzicht bieden in de bronnen van deze rechtsverhouding, de pensioenovereenkomst en de PSW. Daarbij neem ik de pensioenovereenkomst als uitgangspunt, vanuit de gedachte dat de pensioenvoorziening primair haar grondslag vindt in de contractsvrijheid. Met de inhoud van de pensioenregeling heeft de wetgever slechts geringe bemoeienis. De rol van de wetgever is veeleer kaderscheppend in de zin van: "Indien u, werkgevers en werknemers, ertoe overgaat een pensioenvoorziening te treffen, zult u dat moeten doen binnen het raamwerk van de PSW."

Genoemde rechtsbronnen leiden tot rechten en verplichtingen van het pensioenfonds. Voor een deel kunnen die op geld worden gewaardeerd. Voor zover dat het geval is komen zij tot uitdrukking in de balans van het pensioenfonds. Het balansbeheer is een essentieel onderdeel van het door een pensioenfonds te verrichten vermogenbeheer. De aard van de op de balans voorkomende verplichtingen en de wijze waarop die verplichtingen worden gefinancierd komen in dit hoofdstuk aan de orde. In dat verband bespreek ik ook begrippen als defined benefit, defined contribution, omslagstelsel en kapitaaldekking. Tevens zal ik ingaan op verschillen tussen een pensioenfonds en een verzekeringsmaatschappij en de "producten" die zij voeren.

Pensioenfondsen in Nederland zijn verschillend georganiseerd. Ik behandel het onderscheid tussen ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen, doch ook verschillende organisatiemodellen zoals een zelfadministrerend pensioenfonds en een separaat werkend pensioenfonds. Enig inzicht daarin is nuttig voor een goed begrip van de juridische verhoudingen in en om het pensioenfonds.

## Hoofdstuk 2

In dit hoofdstuk komen voornamelijk die onderwerpen aan de orde die in het vervolg van dit onderzoek hun relevantie behouden. Het is niet mijn streven een vanuit pensioenrechtelijk oogpunt compleet beeld te schetsen; dat zou de horizon van dit onderzoek te zeer verleggen en afleiden van de beantwoording van de onderzoeksvragen.

### 2.2 Pensioen

Tulfer definieert pensioen als de persoonsgebonden periodieke uitkering in geld die:

- a. de strekking heeft structureel de financiële gevolgen te verlichten van een toekomstige derving van inkomsten uit of in verband met arbeid wegens het bereiken van een bepaalde leeftijd, arbeidsongeschiktheid of overlijden van de deelnemer;<sup>1</sup>
- b. voor wat betreft ingang en einde afhankelijk is van het leven van de begunstigde;
- c. voor wat betreft ingang tevens afhankelijk is van het overlijden van de deelnemer indien een nabestaande de begunstigde is en dan mogelijk tevens van het overlijden van een andere nabestaande;
- d. wordt uitgekeerd aan één of meer personen uit een beperkte kring van begunstigten, gevormd door de deelnemer zelf, de huidige of gewezen echtgenoot of partner en de kinderen; en
- e. qua niveau in beginsel afhankelijk is van de deelnemingstijd en het inkomen uit of in verband met arbeid.<sup>2</sup>

Artikel 1 lid 1 PSW maakt onderscheid tussen ouderdoms-, invaliditeits-, weduwen-, weduwnaars-, partner- en wezenpensioen.<sup>3</sup>

Het begrip pensioen kan worden onderscheiden van het *pensioenrecht* en van de *aanspraak op pensioen*. Het pensioen kan worden aangemerkt als de tot uitkering komende termijn; de aanspraak op pensioen als het recht op de prestatie (het recht op de uitkering). In die zin is het pensioen het

---

1 Onder "deelnemer" wordt in deze definitie verstaan degene die, al dan niet voor zichzelf, het pensioenrecht heeft verworven. Artikel 1 van de PSW definieert deelnemer als ieder ten behoeve van wie gelden in een pensioen- of spaarfonds worden bijeengebracht.

2 Vgl. Tulfer (1997), nr. 76.

3 Voor de begripsomschrijvingen verwijs ik naar Lutjens (1989), p. 43-46. Nabestaandenpensioen is een verzamelnaam voor weduwen-, weduwnaars-, partner- of wezenpensioen, vgl. artikel 1 lid 1 onder k. PSW.

object van de pensioenaanspraak.<sup>4</sup> Bod preciseert dit verder door de pensioenaanspraak aan te merken als het recht op een nog niet ingegaan pensioen. De pensioenaanspraak is daarmee een recht onder opschortende voorwaarde. Na vervulling van de voorwaarde spreekt Bod van pensioenrecht; het recht op een reeds ingegaan pensioen.<sup>5</sup>

Een pensioenregeling vertoont gelijkenis met een kapitaalverzekering. De pensioenverzekering past binnen de definitie van de levensverzekering in artikel 1 Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 ("Wtv 1993"): "overeenkomsten van verzekering tot het doen van geldelijke uitkeringen in verband met het leven of de dood van de mens (...)".

Tulfer onderschrijft dat de deelneming in een pensioenfonds "een verzekeringsrechtelijk karakter" heeft, waarbij het pensioenfonds de verzekeraar is en de deelnemer de verzekerde.<sup>6</sup>

Clausing beschouwt de pensioenverzekering als een overeenkomst van levensverzekering.<sup>7</sup> De verzekering resulteert in een uitkering die verwantschap vertoont met een lijfrente: een periodieke uitkering voor de duur van het leven, of voor bepaalde tijd<sup>8</sup> van één of meer bepaalde personen.<sup>9</sup>

Bod noemt het pensioen een *bestemmingsgebonden* lijfrente. Bestemmingsgebonden, omdat de gerechtigde weliswaar vrij is het door hem ontvangen pensioen naar eigen goeddunken te besteden, doch niet vrij is om de bron van deze uitkering aan te tasten. Voorts komt de gebondenheid tot uit-

---

4 Lutjens (1989), p. 42.

5 Bod (1979), p. 84.

6 Tulfer (1997), nr. 434.

7 Asser-Clausing-Wansing (2001), nr. 334. Zie ook Van Veen (1992), p. 2-5, 24-27 en voor wat betreft het komende verzekeringsrecht, Titel 7.17 en 7.18 NBW (Kamerstukken 19 529).

8 Een voorbeeld van een periodieke uitkering voor bepaalde tijd is een zogeheten prepensioen, voorafgaand aan het ouderdomspensioen of het wezenpensioen (tot het 21e jaar).

9 Tulfer (1997), nr. 61; Asser-Clausing-Wansing (2001), p. 321 en Asser-Kleijn (1988), p. 232. Vgl. ook Van Huizen en De Lange (1994), p. 6 die het pensioen definiëren als "de uitgestelde, levenslange of tijdelijke lijfrente, die door een pensioenfonds of levensverzekeraar aan een deelnemer aan een pensioenregeling of zijn nabestaanden is verschuldigd op grond van een toezegging dienaangaande van een werkgever." Van Huizen (2004) verzet zich tegen de verplichte uitkering in termijnen van het pensioen. Hij vindt dat een pensioen ook de vorm van een uitkering ineens moet kunnen aannemen.

drukking in een bepaalde kring van pensioengerechtigden. Als die kring wegvalt, vervalt de pensioenaanspraak.<sup>10</sup>

Lutjens vindt eveneens dat de verhouding tussen de deelnemer en het pensioenfonds verzekeringsrechtelijk van aard is.<sup>11</sup> Hij benadrukt echter, in navolging van Levenbach, de bijzondere karaktertrekken van het pensioenrecht, waarmee het pensioen zich onderscheidt van de lijfrente. Typisch is de wijze van ontstaan; het pensioenrecht vindt zijn oorsprong in de arbeidsovereenkomst; pensioen is een arbeidsvoorwaarde en een beloningsinstrument. Voorts heeft het pensioen een verzorgingskarakter; zijn bestemming is te voorzien in levensonderhoud. Deze bijzondere karaktertrekken hebben hun weerslag in eigen rechtsregels, neergelegd in de PSW. Dit brengt Lutjens tot de conclusie dat het pensioen een rechtsfiguur is "van eigen aard".<sup>12</sup>

Ik meen dat de "eigenaardigheid" van het pensioen ook tot uiting komt in typische productkarakteristieken, waarmee het pensioen zich onderscheidt van een verzekering. Ik noemde reeds in § 1.3 dat een "verzekerd loongerelateerd geïndexeerd pensioeninkomen" slechts verkrijgbaar is bij een pensioenfonds en niet wordt aangeboden door een commercieel opererende verzekeringsmaatschappij. Afhankelijk van het "type" dient het "pensioenproduct" bovendien te voldoen aan één of meer zogeheten solidariteitscriteria. Als deze karakteristieken verdwijnen en een pensioenregeling resulteert in louter nominale aanspraken, rijst de vraag of een bijzondere fiscaal- en toezichtrechtelijke regeling van het pensioen, in afwijking van de verzekering, nog gerechtvaardigd is.<sup>13</sup> Ik kom daarop terug in § 2.9, in het kader van de zogeheten taakafbakening tussen pensioenfondsen en verzekeraars in de zin van de Wtv 1993.

---

10 Bod (1979), p. 73-79.

11 Lutjens (2000b), p. 5-6.

12 Lutjens (1989), p. 95-96. Zie ook Lutjens(1992), nrs. 23-26. Nader over het rechtskarakter van de pensioenovereenkomst in § 2.5.

13 De laatste jaren wordt van pensioenfondsen gevraagd verdergaande verplichtingen te aanvaarden ten aanzien van de inhoud van het pensioenrecht, met name ook ten aanzien van het recht op indexatie. Door aan dit verlangen tegemoet te komen krijgt het pensioenrecht meer en meer nominale trekken en wordt de kans op indexatie *de facto* verkleint. Nominale aanspraken vergen namelijk een behoedzamer beleggingsbeleid teneinde het "mismatch-risico" te verkleinen. Dit gaat ten koste van het potentieel hogere beleggingsrendement dat nodig is om de indexatie te kunnen bekostigen. Ik kom daarop terug in § 4.3 en 7.4.

### **2.3 Pensioenfonds, bedrijfstakpensioenfonds en ondernemingspensioenfonds**

Artikel 1 PSW schrijft voor dat de middelen die dienen om het pensioen te verzekeren worden bijeengebracht in een "fonds". Het begrip fonds wordt in de PSW niet omschreven. De vooronderstelling is dat het gaat om een voor een bepaalde bestemming bijeengebracht vermogen, een "doelvermogen". Artikel 4 PSW bepaalt dat dit doelvermogen uitsluitend kan toebehoren aan een rechtspersoon met volledige rechtsbevoegdheid. Dit impliceert dat elke in Boek 2 BW geregelde rechtspersoon in aanmerking komt om te functioneren als pensioenfonds, met uitzondering van de vereniging waarvan de statuten niet zijn opgenomen in een notariële akte, de "informele" vereniging.<sup>14</sup> In de praktijk hebben de meeste Nederlandse pensioenfondsen de gedaante van een stichting als bedoeld in titel 6 van Boek 2 BW.

In het licht van deze bepalingen kan een pensioenfonds worden omschreven als een rechtspersoon waarin vermogen is bijeengebracht om een gedefinieerde groep van personen te kunnen voorzien van een pensioenverzekering.<sup>15</sup>

Artikel 1 PSW maakt een onderscheid tussen vier categorieën van fondsen: een bedrijfstakpensioenfonds, een ondernemingspensioenfonds, een beroepspensioenfonds en een ondernemingsspaarfonds. De twee laatstgenoemde categorieën laat ik in dit onderzoek buiten beschouwing; ze zijn relatief van gering belang, qua aantal, deelnemers en belegd vermogen.<sup>16</sup> Een ondernemingspensioenfonds is werkzaam ten behoeve van personen die werkzaam zijn in één of meer met elkaar verbonden ondernemingen of instellingen. De verbondenheid kan een concernrechtelijke relatie zijn, doch kan ook blijken uit historisch gegroeide banden tussen de ondernemingen of instellingen. Zo behoeft een onderneming die een concernverband verlaat niet noodzakelijk haar aansluiting bij het concernpensioenfonds te beëindigen.<sup>17</sup>

---

14 Artikel 2:30 BW.

15 Vgl. artikel 1 lid 1 onder b. en c. PSW; Tulfer (1997), nr. 773; Alsma en Boshuizen (2003), p. 28-30.

16 PVK 2003, p. 16.

17 Vgl. Tulfer (1997), nrs. 773 en 774.

## Hoofdstuk 2

In een bedrijfstakpensioenfonds worden gelden bijeengebracht ten behoeve van personen die werkzaam zijn in een veelheid van ondernemingen of instellingen die tezamen een bedrijfstak vormen.<sup>18</sup>

Het begrip bedrijfstak wordt niet gedefinieerd in de PSW of in de Wet Bpf 2000. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat sprake kan zijn van een bedrijfstak indien ondernemingen of instellingen gelijkgerichte activiteiten uitoefenen.<sup>19</sup>

Het pensioenfonds is werkzaam ten behoeve van een gedefinieerde groep van personen. Bij een bedrijfstakpensioenfonds zijn dit de personen die werkzaam zijn (geweest) bij één van de ondernemingen of instellingen die tot de bedrijfstak behoren, hetzij als werknemer, hetzij in een andere hoedanigheid.<sup>20</sup> Een ondernemingspensioenfonds is werkzaam ten behoeve van één of meer personen die aan die onderneming of instelling zijn "verbonden". Een pensioenfonds met één deelnemer is derhalve bestaanbaar onder de definitie van ondernemingspensioenfonds.<sup>21</sup> De verbondenheid komt bij de meeste personen tot uitdrukking in een dienstverband, doch ook bij bestuurders, commissarissen, meewerkende echtgenoot, oproepkrachten en leerlingen kan sprake zijn van verbondenheid. Tulfer verdedigt dat verbondenheid aan de onderneming aanwezig is indien in een contractuele relatie met de onderneming of op grond van een statutaire positie werkzaamheden ten behoeve van de onderneming worden verricht.<sup>22</sup> Een nauwkeurige omschrijving van de groep personen waarvoor het pensioenfonds werkzaam is moet blijken uit de statuten en reglementen van het pensioenfonds.<sup>23</sup>

Het onderscheid tussen ondernemingspensioenfonds en bedrijfstakpensioenfonds is van belang in verband met de organisatie van het pensioenfonds. Het bestuur van een bedrijfstakpensioenfonds wordt op andere wijze samengesteld dan het bestuur van een ondernemingspensioenfonds.<sup>24</sup> Voorts gelden andere regels met betrekking tot de samenstelling van de

---

18 Voor de historische achtergronden tussen ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen verwijs ik naar Kamerstukken I, 1730, p. 870. Zie ook Langemeijer (2000).

19 Tulfer (1997), nrs. 779 en 780.

20 Artikel 1 onder b. PSW.

21 Tulfer (1997), nr. 773.

22 Tulfer (1997), nr. 403.

23 Artikel 7 lid 1 PSW.

24 Artikel 6 PSW.

deelnemersraad.<sup>25</sup> Uitsluitend voor het ondernemingspensioenfonds geldt de beleggingsrestrictie dat slechts tot een bepaalde omvang mag worden belegd in de aan het pensioenfonds verbonden onderneming.<sup>26</sup> De Wet Bpf 2000 is alleen van toepassing op een bedrijfstakpensioenfonds c.q. werkgevers in een bepaalde bedrijfstak. Deze wet bevat de zogeheten "verplichtstelling"; de bevoegdheid van de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid om de deelneming in een bepaald bedrijfstakpensioenfonds verplicht te stellen voor één of meer groepen personen die in een bedrijfstak werkzaam zijn. Het gevolg is dat de werkgevers en werknemers die tot de desbetreffende groep behoren, gehouden zijn tot naleving van de statuten, reglementen en daarop gebaseerde besluiten van het bestuur van het bedrijfstakpensioenfonds.<sup>27</sup>

De oprichting van een pensioenfonds komt aan de orde in het kader van het overleg over arbeidsvoorwaarden tussen werkgever en werknemer. Indien zij overeenkomen een pensioenregeling te treffen vloeit de oprichting van het pensioenfonds logisch voort uit het arbeidsvoorwaardenoverleg. De oprichtingshandeling bij een ondernemingspensioenfonds zal in de regel berusten op het initiatief van de werkgever. Bij een bedrijfstakpensioenfonds kunnen één of meer ondernemingen als oprichter fungeren. Bij een bedrijfstakpensioenfonds komt ook voor dat één of meer werkgevers- en werknemersorganisaties tezamen overgaan tot oprichting van "hun" pensioenfonds.<sup>28</sup> De PSW stelt geen eisen aan partijen die bij de oprichtingshandeling betrokken moet zijn.<sup>29</sup> Artikel 4 PSW schrijft wél voor dat het bestuur van het pensioenfonds binnen drie maanden na oprichting overgaat tot "melding" bij de PVK. Binnen diezelfde termijn dienen tevens statuten en reglementen te worden overgelegd die aan de wettelijke eisen voldoen.

---

25 Artikel 6a PSW. Vgl. artikel 6b voor de bevoegdheden van de deelnemersraad. Krachtens artikel 6e PSW kunnen de bevoegdheden van de deelnemersraad worden uitgebreid bij besluit van het bestuur van het pensioenfonds.

26 Artikel 9b, tweede lid, PSW.

27 Artikel 2 en 3 Wet Bpf 2000.

28 Vgl. bijvoorbeeld de "Pensioenovereenkomst" d.d. 15 maart 1995 waarbij de Staat en enkele werknemersorganisaties zijn overeengekomen dat zij gezamenlijk Stichting Pensioenfonds ABP zullen oprichten, Stcrt. 1995, 251.

29 In gelijke zin Tulfer (1997), nr. 783.



#### 2.4 Deelnemer, gewezen deelnemer, slaper, gepensioneerde en belanghebbende

Een pensioenfonds is werkzaam ten behoeve van verscheidene belanghebbenden. Artikel 5 lid 4 PSW bepaalt dat de beleidsbepalers van een pensioenfonds zich bij de vervulling van hun taak dienen te richten naar "de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden".

Hoewel de PSW "deelnemer" omschrijft als "ieder, ten bate van wie gelden in een [pensioenfonds] worden bijeengebracht" is de betekenis van het begrip "deelnemer" niet geheel vastomlijnd. Dat komt omdat pensioenfondsen niet verplicht zijn in hun statuten of reglementen de wettelijke definitie te hanteren.<sup>30</sup> De tegenwoordige tijd ("worden bijeengebracht") impliceert dat de beëindiging van het dienstverband in beginsel de beëindiging van het deelnemerschap tot gevolg heeft.<sup>31</sup>

Als de beëindiging van het dienstverband plaatsvindt vóór de pensioenering (en anders dan door overlijden of invaliditeit), wordt de deelnemer een "slaper": degene wiens *opbouw* van pensioenrechten wordt gestaakt met behoud van premievrije rechten; de slaper heeft een premievrije aanspraak op pensioen.<sup>32</sup> De deelnemer wordt geen slaper indien bij beëindiging van het dienstverband de rechten worden afgekocht.<sup>33</sup> Onder gewezen deelnemer wordt verstaan eenieder van wie de deelneming is geëindigd, ongeacht door welke oorzaak. Een slaper is derhalve een gewezen deelnemer; degene wiens pensioenrechten zijn afgekocht is dat ook. Het begrip gepensioneerde wordt gebruikt voor de gewezen deelnemer wiens pensioen is ingegaan.<sup>34</sup>

Wie komen dan nog in aanmerking als "overige belanghebbenden" in de zin van artikel 5, vierde lid, PSW? Ik ga ervan uit dat onder *overige* belanghebbenden moet worden verstaan eenieder die nu of in de toekomst (als gevolg van de deelneming van een deelnemer) rechten tegenover het pensioenfonds geldend kan of zou kunnen maken, met uitzondering van de

---

30 Nader over de definitie van "deelnemer": Tulfer (1997), nrs. 413-422.

31 Tulfer (1997), nr. 414.

32 Tulfer (1997), nr. 419 en Lutjens (1989), p. 43.

33 De PSW maakt in de artikelen 32-32b een onderscheid tussen de *mogelijkheid* tot afkoop door het pensioenfonds "zonder toestemming van de rechthebbende" (artikel 32 PSW), "met instemming van de rechthebbende" (artikel 32a) en de *verplichting* tot afkoop "op verzoek van een deelnemer" (artikel 23b PSW).

34 Tulfer (1997), nr. 419.

(gewezen) deelnemer zélf. Een voorbeeld van een "overige belanghebbende" is de rechthebbende op een nabestaandenpensioen. Die wordt ook wel aangeduid als een "nagelaten betrekking". Deze heeft niet te gelden als deelnemer of gewezen deelnemer.<sup>35</sup>

De vraag rijst of ook de werkgever die de uitvoering van zijn pensioentoezegging aan een pensioenfonds heeft toevertrouwd kan worden aangemerkt als één van de "overige belanghebbenden". Het lijkt geen twijfel dat de werkgever ten minste *enig* financieel belang heeft bij de prestaties van het pensioenfonds. Ook in de parlementaire geschiedenis is de werkgever een enkele keer aangeduid als één van de mogelijke belanghebbenden.<sup>36</sup> Het zwaartepunt van de financiële betrokkenheid bij het pensioenfonds ligt echter bij de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden. Ik kom daarop terug in § 2.8.1 en § 3.7.

Na afweging van deze "belangen" heb ik besloten in dit onderzoek "belanghebbenden" te hanteren als verzamelbegrip voor diegenen die financieel geraakt worden door de prestaties van het pensioenfonds: de (gewezen) deelnemers, de slapers, de gepensioneerden en de "overige belanghebbenden", waaronder begrepen de werkgever(s).<sup>37</sup> De term "begunstigden" reserveer ik voor diegenen die (nu of te zijner tijd) in hun levensonderhoud geheel of gedeeltelijk van het pensioenfonds afhankelijk zijn; dat zijn de belanghebbenden (zoals hiervoor gedefinieerd), *met uitzondering van de werkgever(s)*.

Ik teken daarbij aan dat het in de toekomst wenselijk kan zijn de definitie van "belanghebbenden" bij te stellen. Als op grond van wijzigingen in de financieringsverhoudingen tussen de werkgever en het pensioenfonds geconcludeerd moet worden dat de werkgever geen relevant economisch belang meer heeft bij de financiële resultaten van het pensioenfonds, dan is er reden de positie van de werkgever als "belanghebbende" te heroverwegen. Er zijn pensioensystemen waarbij de pensioenverplichtingen van de werkgever zijn teruggebracht tot de periodieke betaling van een pen-

---

35 Tulfer (1997), nr. 376 jo. nr. 490. Zie ook Kamerstukken II, 26 415, nr. 8. Een "overige belanghebbende" is mijns inziens ook de eerdere echtgenoot dan wel geregistreerde partner of eerdere geregistreerde partner die recht heeft op pensioenverevening. Hij of zij heeft krachtens artikel 2 van de Wet van 28 april 1994, Stb. 342 ("Wet verevening pensioenrechten") jegens het pensioenfonds "recht op uitbetaling" van een deel van elke termijn van het pensioen.

36 Kamerstukken I, 19 008, nr. 31. Vgl. ook Lutjens (1998), p. 90.

37 Tenzij uit de context klaarblijkelijk volgt dat een andere betekenis bedoeld is.

sioenpremie. Als de werkgever geen enkele aansprakelijkheid aanvaardt (noch *de iure*, noch *de facto*) voor het pensioenresultaat, dan rijst de vraag of beleidsbepalers van een pensioenfonds zich bij de vervulling van hun taak nog langer moeten richten naar het belang van de werkgever.<sup>38</sup> Anno 2003 komen dergelijke pensioensystemen in Nederland nog niet veel voor.<sup>39</sup>

## 2.5 De pensioenovereenkomst

Bij een pensioenovereenkomst zijn drie partijen betrokken, de werkgever, de werknemer en de pensioenuitvoerder. De pensioenuitvoerder kan een verzekeraar of een pensioenfonds zijn. In het navolgende ga ik ervan uit dat een pensioenfonds belast is met de uitvoering.<sup>40</sup>

Het begrip pensioenovereenkomst komt in de PSW niet voor, de PSW spreekt uitsluitend over de pensioentoezegging. De herkomst van het woord "toezegging" kan vermoedelijk worden herleid tot de onderhandelingen die aan het sluiten van een arbeidsovereenkomst vooraf gaan. "Indien u bij mij in dienst treedt neemt u deel in de voor onze onderneming geldende pensioenregeling". Kuné spreekt beeldend over de werkgever die de werknemer "een pensioen in uitzicht stelt". Juridisch moet de pensioentoezegging worden geduid als het aanbod van de werkgever aan de werknemer tot het sluiten van een pensioenovereenkomst.<sup>41</sup> De PSW-terminologie is echter verwarrend; soms moet onder pensioentoezegging worden verstaan het door de werknemer aanvaarde aanbod tot het sluiten van een pensioenovereenkomst.<sup>42</sup>

---

38 Zie onder meer ook § 3.7 en § 6.9.3.

39 PVK (2003), p. 18.

40 Lutjens (2001b) en Breuker (2000) en (2001) verschillen van mening of het voor de rechtsverhouding tussen deze drie partijen verschil maakt indien een verzekeraar in plaats van een pensioenfonds als pensioenuitvoerder optreedt. Als ik het goed zie wil Breuker de verantwoordelijkheid (en de eventuele aansprakelijkheid) van de verzekeraar als uitvoerder van de pensioenovereenkomst veel verder beperken dan in het geval een pensioenfonds als uitvoerder optreedt. Lutjens ziet daarvoor in het wettelijk systeem geen aanknopingspunten.

41 Kuné (1992), p. 59. Zie ook Van Huizen (1996), p. 10.

42 De Lange (2001), p. 75 bepleit het begrip pensioentoezegging geheel uit te bannen, vanwege de met dat begrip gewekte schijn van eenzijdigheid. Vgl. ook Wessels en Basz (1985), p. 742; Tulfer (1997), nrs. 77 en 79 en aldaar aangehaalde jurisprudentie en literatuur. Vgl. artikel 2 lid 1 PSW waar sprake is van een verplichting ter uitvoering van een toezegging.

Tulfer verdedigt dat de pensioenovereenkomst tot stand komt door een derdenbeding. Bij een ondernemingspensioenfonds valt deze rechtsfiguur gemakkelijk te onderkennen. De werkgever sluit een overeenkomst met het pensioenfonds en bedingt daarbij ten behoeve van zijn werknemers pensioenrechten die deze laatsten na aanvaarding rechtstreeks geldend kunnen maken tegenover het pensioenfonds.<sup>43</sup> De werkgever doet het aanbod aan zijn werknemers toe te treden tot deze overeenkomst. Dit aanbod wordt dikwijls aangeduid als de pensioentoezegging. De pensioentoezegging behoort meestal tot de arbeidsvoorwaarden; zij is doorgaans opgenomen in een collectieve arbeidsovereenkomst.<sup>44</sup> Aanvaarding vindt plaats door een verklaring die de werknemer richt tot de werkgever of het pensioenfonds.<sup>45</sup> Deze verklaring kan in iedere vorm geschieden en kan in een of meer gedragingen besloten liggen.<sup>46</sup> Zij kan volgen uit de ondertekening van de arbeidsovereenkomst of uit het gedogen dat pensioenpremie op het loon wordt ingehouden.<sup>47</sup> Aanvaarding van het derdenbeding zal in de regel tevens behelzen dat de werknemer de rechten en verplichtingen aanvaardt die voortvloeien uit het door het pensioenfonds opgestelde pensioenreglement. Daarin ligt besloten dat de nabestaanden en de gewezen echtgenoot van de werknemer aanspraken verkrijgen jegens het pensioenfonds.<sup>48</sup>

Als de pensioenovereenkomst wordt uitgevoerd door een bedrijfstakpensioenfonds en de deelneming in het fonds verplicht is gesteld krachtens artikel 2 Wet Bpf 2000 is het derdenbeding moeilijk te onderkennen. In dat geval legt de Minister krachtens de wet aan één of meer werkgevers en werknemers de verplichting op toe te treden tot een pensioenovereenkomst met het pensioenfonds. In die situatie kunnen we moeilijk spreken van het bedingen van rechten, noch van de aanvaarding daarvan. De verplichtstelling lijkt op het collectief verbindend verklaren van een CAO. Wellicht is verdedigbaar dat de partijen (werkgevers en werknemers in een bedrijfstak) bedingen voor zichzelf én voor diegenen die later zullen toetreden, ongeacht of die toetreding geschiedt op vrijwillige basis of krachtens wettelijke verplichting.

---

43 Tulfer (1997), nr. 141.

44 Vgl. Lutjens (1989), p. 120-137. Zie Alsma en Boshuizen (203), p. 30-32; Lutjens (1998), p. 27.

45 Artikel 6:253 BW.

46 Artikel 3:37 BW.

47 Tulfer (1997), nr. 79.

48 Vgl. Tulfer (1997), nr. 140.

Lutjens bestrijdt dat er sprake zou zijn van een derdenbeding. Hij duidt de rechtsverhouding die ontstaat door de uitvoering van een pensioentoezegging aan als een driepartijenovereenkomst van eigen aard. Dit sluit zijns inziens beter aan bij de werkelijkheid in pensioenverhoudingen; werkgever en pensioenfonds hebben de bedoeling uitdrukkelijk ook te contracteren met de werknemer.<sup>49</sup>

Vóór de opvatting van Lutjens pleit dat de aanvaarding van het derdenbeding door de werknemer enigszins gekunsteld lijkt. Bovendien valt een pensioenovereenkomst moeilijk te abstraheren van de werknemer; daarvoor is het pensioen te zeer ingebed in de (collectieve) arbeidsverhouding.<sup>50</sup> Anderzijds meen ik dat het derdenbeding een goede verklaring geeft voor de rechten die de nabestaanden en de gewezen echtgenoot of partner van de werknemer kunnen ontleenen aan de pensioenovereenkomst.<sup>51</sup>

Van groot praktisch belang lijkt mij de typering overigens niet, in het bijzonder omdat na aanvaarding van het derdenbeding de werknemer respectievelijk nabestaande, gewezen echtgenoot of partner heeft te gelden als partij bij de overeenkomst.

Ik zou de pensioenovereenkomst willen typeren als een driepartijenovereenkomst tussen werkgever, pensioenfonds en werknemer waarin een derdenbeding is opgenomen ten gunste van de nabestaanden en de gewe-

---

49 Lutjens (1989), p. 289-292; Lutjens (1992), nrs. 23-26.

50 Vgl. Lutjens (1989), p. 291.

51 In HR 20 februari 2004, RvdW 2004, 34 (Pensioenfonds DSM-Fox) wordt de pensioenovereenkomst aangemerkt als een door werkgever en pensioenfonds gesloten tweepartijenovereenkomst waarin een derdenbeding is opgenomen voor de werknemer. De HR overweegt dat de werknemer partij is bij de pensioenovereenkomst door aanvaarding van een derdenbeding. Voorts overweegt de HR: "dat (...) de uitleg van een pensioenreglement in de verhouding tussen de oorspronkelijke contracterende partijen aan de hand van de Haviltexnorm moet geschieden, maar in de verhouding tussen de werknemer - voor wie de bedoeling van de oorspronkelijke contracterende partijen (*zijn werkgever en het pensioenfonds*) niet kenbaar is en die op de formulering daarvan geen invloed heeft gehad - en het pensioenfonds is toepassing van de CAO-norm toegewezen" (Cursivering RHM).

In zijn "Inleidende opmerkingen" geeft de HR een toelichting bij de Haviltexnorm en de CAO-norm. Bij de uitleg van een "collectief contract", zoals bijvoorbeeld een CAO en een pensioenovereenkomst, geldt de CAO-norm. Die houdt in dat bij de uitleg van een bepaling uit een dergelijk contract de bewoordingen van de desbetreffende bepaling, gelezen in het licht van de gehele tekst van die overeenkomst, in beginsel van doorslaggevende betekenis is.

Vgl. ook HR 18 oktober 2002, NJ 2003, 258 (Pieterse-Nationale Nederlanden).

zen echtgenoot of partner van de werknemer. Zij is in de regel wederkerig omdat zij alle drie partijen verplicht tot het leveren van prestaties. Zelfs indien de werknemer geen enkele financiële bijdrage behoeft te leveren aan zijn pensioenvoorziening worden van hem wel degelijk prestaties verwacht omdat de pensioentoezegging onderdeel vormt of een uitwerking is van de arbeidsverhouding. Zonder arbeid wordt geen pensioenrecht verkregen.<sup>52</sup>

De pensioenovereenkomst wordt beheerst door het overeenkomstenrecht van titel 5 Boek 6 BW. Partijen zijn verplicht zich jegens elkaar te gedragen overeenkomstig de eisen van redelijkheid en billijkheid.<sup>53</sup> Wijziging van de pensioenovereenkomst vergt de toestemming van alle drie partijen. Met het oog op financiële noodsituaties dient het pensioenfonds zich het recht voor te behouden de rechten en verplichtingen van de belanghebbenden te wijzigen.<sup>54</sup> Dikwijls bevat de pensioenovereenkomst een bepaling waarmee een partij op voorhand instemt met wijziging van de pensioenovereenkomst door de wederpartij(en). De vraag rijst of een dergelijk beding bloot staat aan vernietiging omdat het onredelijk bezwarend zou zijn.<sup>55</sup> Een onderzoek naar het antwoord op deze vraag gaat het bestek van dit boek te buiten. Ik neig ertoe aan te nemen dat de verbondenheid van een pensioenovereenkomst met een (collectieve) arbeidsovereenkomst zodanig is dat artikel 6:245 BW geacht kan worden óók op de pensioentoezegging van toepassing te zijn. De achtergrond van artikel 6:245 BW is dat de wettelijke regeling van de arbeidsovereenkomst zoveel bescherming biedt dat daarnaast de artikelen 6:231 e.v. BW overbodig zijn. Ook de PSW kent "eigen" bepalingen die vooral de werknemer beschermen tegen onredelijk bezwarende bepalingen die aan de werkgever of het pensioenfonds de bevoegdheid geven de rechten en verplichtingen van deelnemers eenzijdig te wijzigen.<sup>56</sup> Het resultaat zou zijn dat een partij bij de pensioenovereen-

---

52 Vgl. Tulfer (1997), nrs. 92-98.

53 Artikel 6:2 jo. 6:248 BW.

54 Artikel 7 lid 1 onder i PSW.

55 Artikel 6:233 BW.

56 Vgl. de artikelen 2 lid 7, artikel 7 lid 1 onder h., 32a en 32ba PSW. De PSW bepaalt echter ook dat het pensioenfonds in zijn statuten en reglementen bepalingen moet opnemen betreffende de wijziging van de statuten en reglementen, "met name ook wat betreft wijziging van de rechten en verplichtingen van de deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden in gevallen, waarin de financiële toestand van het fonds daartoe aanleiding geeft."

komst geen beroep kan doen op de bepalingen over algemene voorwaarden.<sup>57</sup>

In de MvA bij de PSW wordt de driepartijenverhouding tussen werkgever, pensioenfonds en werknemer als volgt beschreven:

".. dat de werknemer door toetreding tot het fonds aanspraken op pensioen verwerft, waartegenover de werkgever datgene bijdraagt aan het fonds, waartoe hij zich tegenover het fonds heeft verbonden, terwijl de werknemer de verplichtingen aanvaardt, welke het deelnemen aan het fonds voor hem met zich medebrengt. De rechtsfiguur valt uiteen in drieërlei binding, de overeenkomst tussen werkgever en werknemer, de overeenkomst tussen deelnemer en het fonds, welke besloten ligt in de toetreding tot het fonds en geregeld is in de statuten en reglementen, en in de derde plaats de overeenkomst tussen werkgever en het fonds terzake van de bijdragen van de werkgever aan het fonds. (...) De boven aangegeven constructie geldt evenzeer voor bedrijfspensioenfondsen, ook voor die bedrijfspensioenfondsen, waarin de deelneming verplicht is gesteld."<sup>58</sup>

## 2.6 De inhoud van de pensioenovereenkomst

De pensioenovereenkomst, in samenhang met de PSW, verplicht partijen tot een veelheid van prestaties die een grote diversiteit vertonen. Het hoofdbestanddeel daarvan is de "verzekering" van de pensioentoezegging, dat wil zeggen de inhoud van de pensioenaanspraak die de werkgever en de werknemer (respectievelijk hun belangenorganisaties) overeen zijn gekomen. In het verlengde daarvan ligt de verplichting van de werkgever (en doorgaans ook van de werknemer) bij te dragen aan de financiering van de pensioenverplichtingen. Bij ondernemingspensioenfondsen wordt deze bijdrageplicht nader uitgewerkt in een door de werkgever en het pensioenfonds te sluiten financieringsovereenkomst. Bij bedrijfstakpensioenfondsen kan de bijdrageplicht van de werkgever worden gespecificeerd

---

57 Mijn aarzeling komt voort uit HR 14 juni 2002, NJ 2003, 112 (Bramer-Hofman) waarin de Hoge Raad met een beroep op de beschermingsstrekking van Afdeling 6.5.3 aanvaardt dat de partij die de wetgever beoogt te beschermen de keus heeft tussen verschillende sporen van bescherming: een beroep op de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid dan wel een beroep op het onredelijk bezwarende karakter van algemene voorwaarden. Het ene spoor sluit het andere niet uit. In lijn met de gedachtegang van de Hoge Raad kan worden geredeneerd dat artikel 6:245 BW er niet toe mag leiden dat afbreuk wordt gedaan aan de bescherming die de "behoefte" partij wordt geboden.

58 Kamerstukken II, 1730, nr. 5; Tulfer (1997), nr. 141.

in de statuten of reglementen van het pensioenfonds en is een afzonderlijke financieringsovereenkomst niet noodzakelijk.

In de pensioenovereenkomst kan worden geregeld welke informatie de werkgever aan het pensioenfonds dient te verstrekken, hoe de premie wordt vastgesteld, hoe en wanneer de premieafdracht plaatsvindt, of betalingsverplichtingen onder omstandigheden kunnen worden opgeschort. Het pensioenfonds is verplicht tot het verrichten van activiteiten die in dienst staat van zijn kerntaken: de administratie van de pensioenaanspraken, de inning van pensioenpremies, de uitkering van pensioenen, de belegging van de beschikbare middelen en de voorlichting aan werkgever(s) en begunstigden.<sup>59</sup> Door de pensioenovereenkomst te sluiten aanvaardt het pensioenfonds deze verplichtingen. Deze liggen voor een deel besloten liggen in de PSW doch kunnen meer gedetailleerd zijn uitgewerkt in de pensioenovereenkomst.

De pensioenregeling van Philips kan dienen als voorbeeld voor het geheel van rechtsbetrekkingen tussen werkgever, werknemer en een ondernemingspensioenfonds.

1. De N.V. Philips' Gloeilampenfabrieken N.V. heeft in 1913 het Stichting Philips Pensioenfonds opgericht (dat wil zeggen: haar rechtsvoorganger).<sup>60</sup>
2. Blijkens artikel 3.1 van de (huidige) statuten heeft het pensioenfonds ten doel ten behoeve van de aangeslotenen (dat zijn de deelnemers), gewezen aangeslotenen en hun nagelaten betrekkingen pensioenen te verzekeren als bedoeld in de PSW, een en ander overeenkomstig de Reglementen. Artikel 15 van de statuten bepaalt dat het College van Beheer (dat is het bestuur van het pensioenfonds) één of meer pensioenreglementen vaststelt.
3. De pensioentoezegging is opgenomen in artikel 22 van de CAO. Het eerste lid bepaalt onder meer: "Medewerkers die in dienst zijn van werkgeefster zijn aangesloten bij de Stichting Philips Pensioenfonds".

---

59 De Lange (2004) schrijft dat de hier genoemde bestanddelen van de pensioenovereenkomst in het ontwerp van de Pensioenwet mogelijk worden onderscheiden in een pensioenovereenkomst en een uitvoeringsovereenkomst.

60 Vgl. Van Nederveen Meerkerk en Peet (2002), p. 60-61.



## Hoofdstuk 2

Het vierde lid bepaalt: "De door de medewerker aan de Stichting Philips Pensioenfonds verschuldigde bijdragen zullen door werkgeefster op het maandsalaris worden ingehouden en door haar worden afgedragen aan dit Pensioenfonds."

In artikel 22 lid 5 is bepaald dat de rechten en verplichtingen van de aangeslotenen zijn vastgesteld in de statuten en reglementen van het pensioenfonds.

De werknemer aanvaardt deze rechten en verplichtingen door ondertekening van zijn arbeidscontract waarin de CAO van toepassing wordt verklaard.

4. Het pensioenreglement regelt onder meer de onderscheiden vormen van pensioen (ouderdoms-, nabestaanden-, wezen- en invaliditeitspensioen), de pensioenopbouw en uitbetaling van het pensioen.

Artikel 4 van het pensioenreglement regelt de financiële bijdragen ter financiering van de pensioentoezegging. De hoogte van de vereiste premie (alsmede het gedeelte dat voor rekening komt van de aangeslotene) wordt jaarlijks vastgesteld door het bestuur van het pensioenfonds.

Artikel 4 lid 5 bepaalt dat Philips zich tegenover het pensioenfonds heeft verplicht het gedeelte van de premie te voldoen dat voor haar rekening komt. Die overeenkomst kan slechts worden gewijzigd nadat het bestuur van het pensioenfonds de voorgenomen wijziging heeft goedgekeurd. De desbetreffende verplichting van Philips is opgenomen in de financieringsovereenkomst.

5. In de financieringsovereenkomst verplichten de Philips-vennootschappen zich jegens het pensioenfonds de verschuldigde pensioenpremie aan het pensioenfonds te voldoen. Deze bijdrageplicht kan "bij een ingrijpende wijziging van omstandigheden" op grond van "een gezamenlijk en ten aanzien alle Philips-vennootschappen gelijkelijk geldend besluit" worden verlaagd. Dit vereist een besluit van "de Philips-vennootschappen", nadat de centrale ondernemingsraad omtrent dit voornemen is gehoord. De Philips-vennootschappen delen "het voornemen tot verlaging" mee aan het pensioenfonds. Indien de bijdrage daadwerkelijk wordt verlaagd beslist het bestuur van het pensioenfonds of deze verlaging gevolgen dient te hebben "voor de (aanspraken op) pensioenen ingevolge de Reglementen."

## 2.7 Pensioenregelingen: db en dc

Pensioenregelingen worden onderscheiden in twee typen, al naar gelang de aard van de toezegging die een werkgever aan de werknemer doet. Enerzijds "defined benefit" ("db"), waarbij aan de werknemer een *pensioen* wordt toegezegd dat gerelateerd is aan zijn salaris en diensttijd en anderzijds "defined contribution" ("dc"), waarbij de werkgever een *pensioenpremie* toezegt waarmee een pensioen kan worden verkregen.<sup>61</sup> Defined benefit kan verder worden onderscheiden in middelloonregeling en eindloonregeling.<sup>62</sup>

### 2.7.1 Defined benefit

In Nederland is de "basispensioenregeling" (die verplicht van toepassing is voor de collectiviteit van werknemers) in veruit de meeste gevallen gebaseerd op defined benefit.

Ingeval de defined benefit een *eindloonregeling* is wordt een pensioen toegezegd dat gerelateerd is aan het pensioengevend loon (de "pensioengrondslag") dat de deelnemer verdient aan het einde van zijn loopbaan, kort voor de pensioendatum. Voor elk "deelnemingsjaar" verkrijgt de deelnemer een vast percentage van deze pensioengrondslag. Dit zou bij voorkeur moeten resulteren in een ouderdomspensioen ter grootte van 70% van het laatst verdiende loon, op basis van 40 dienstjaren. De doelstelling van een eindloonregeling werd wel aangeduid als "levensstandaardbeveiliging"; waarborgen dat na pensionering de welstand kan worden gecontinueerd die aan het einde van het werkzame leven is bereikt.<sup>63</sup>

Indien het percentage van de pensioengrondslag gelijk is aan 1,75 bouwt de deelnemer met 40 deelnemingsjaren een pensioen op dat gelijk is aan 70% van het laatste door hem genoten pensioengevend loon. Aangezien de 70%-norm ziet op het bruto-salaris en de gepensioneerde verlichting geniet van premie- en inkomstenbelasting, zal zijn netto inkomen aanzienlijk hoger uitvallen dan 70% van het laatst verdiende netto loon.

Loonsverhogingen die aan het einde van een carrière aan de deelnemer worden toegekend hebben tot gevolg dat de pensioenverplichtingen over

---

61 Vgl. voor definities en statistische gegevens PVK (2003), p. 16-18.

62 De zogeheten vaste-bedragen regeling laat ik hier buiten beschouwen. Zij is verouderd en komt nog zelden voor. Vgl. Tulfer (1997), nr. 182 en PVK (2003), p. 17-18.

63 Vgl. Luttjens (1989), p. 55-56 en 59 en aldaar vermelde bronnen.

voorgaande deelnemersjaren toenemen, de zogeheten backservice. Inherent aan de eindloonregeling is dat loonstijgingen die het gevolg zijn van inflatie of het eigen carrièrepad tot aan de pensioendatum automatisch doorwerken in de hoogte van het pensioen.<sup>64</sup>

Als de defined benefit een *middelloonregeling* is, dan verkrijgt de deelnemer elk jaar een vast percentage van het pensioengevend loon dat hij in dát jaar verdient. Volgens deze regeling voegt de deelnemer in elk deelnemingsjaar een bedrag toe aan zijn pensioen. De som van die bedragen komt tot uitkering per de pensioendatum. Een middelloonregeling wordt daarom ook wel een gemiddeld-salarisregeling of opbouwregeling genoemd.<sup>65</sup>

Het is duidelijk dat bij een middelloonregeling loonsverhogingen of -verlagingen geen gevolgen hebben voor de pensioenrechten die zijn opgebouwd in voorgaande jaren; er is geen backservice. Het is echter noodzakelijk de in elk deelnemingsjaar verkregen rechten te beschermen door deze te indexeren op basis van de algemene loon- en/of prijsstijgingen.<sup>66</sup>

De indexatie van opgebouwde rechten onder een middelloonregeling (voorafgaand aan de pensioendatum) moet worden onderscheiden van de indexatie van het pensioen (vanaf de pensioendatum) onder een middelloonregeling of een eindloonregeling. Een toezegging tot volledige indexatie impliceert het recht op een waardevast en/of welvaartsvast pensioen.<sup>67</sup> Dit recht is dikwijls voorwaardelijk; het vergt een nader besluit van het bestuur van het pensioenfonds, waarbij de gevolgen voor de dekkingsgraad van het pensioenfonds in de bestuurlijke afweging de overwegende factor zal vormen.<sup>68</sup>

---

64 Vaak wordt dit risico in de pensioenregeling ingeperkt door een zogeheten "pensioenknip": loonsverhogingen na een bepaald levensjaar of vanaf een bepaald loonniveau werken niet meer door in de pensioengrondslag. Vgl. Lutjens (1989), p. 71.

65 Lutjens (1989), p. 68.

66 Tulfer (1997), nrs. 188-189; Lutjens (1989), p. 78.

67 Een waardevast pensioen veronderstelt een indexatie in overeenstemming met de loonontwikkeling; een welvaartsvast pensioen een indexatie die gekoppeld is aan de ontwikkeling van de inflatie. Vgl. Bijkerk en Schuurman (2002), p. 17.

68 De dekkingsgraad geeft de verhouding weer tussen enerzijds de bezittingen van een pensioenfonds, vermeerderd met de te verwachten inkomsten en anderzijds de uit de statuten en reglementen voortvloeiende pensioenverplichtingen. Vgl. artikel 9a PSW.

### 2.7.2 Defined contribution

Een dc-regeling wordt in de PSW gedefinieerd als een pensioenregeling "die kan worden beschouwd als alleen te worden bepaald door de door de werkgever of de deelnemer beschikbaar gestelde premies of bijdragen".<sup>69</sup> Een dc-regeling resulteert in een opgebouwd kapitaal dat op de pensioendatum wordt besteed ter verkrijging van een periodieke (pensioen)uitkering. De deelnemer kan niet vrijelijk over het opgebouwde kapitaal beschikken. Er is bestedingsdwang; het kapitaal moet worden aangewend om een pensioenuitkering "in te kopen".

Een dc-regeling als basispensioenregeling is in Nederland thans nog uitzondering. Meestal wordt zij aangeboden als een "individueel pensioenproduct"; aan de werknemer wordt het aanbod gedaan deel te nemen aan de dc-regeling, waarbij het de werknemer vrijstaat dit aanbod al dan niet te aanvaarden. Pensioenproducten met een individueel karakter kunnen aantrekkelijk zijn, bijvoorbeeld voor het aanvullen van sociale zekerheidsvoorzieningen (WAO, Anw- en AOW-gat), om een pensioentekort terug te dringen ingeval een pensioen vervroegd ingaat of voor pensioenopbouw over individuele loonbestanddelen (bijvoorbeeld een afvloeiingsregeling).

Het is echter de verwachting dat dc-regelingen in Nederland een aantrekkelijke vlucht zullen nemen. In de eerste plaats om de financieringslasten die gepaard gaan met een pensioenregeling beheersbaar te houden; ik kom daarop terug in de volgende paragraaf. In de tweede plaats omdat met een dc-regeling maatwerk kan worden geboden in de samenstelling van een pakket arbeidsvoorwaarden. Zij biedt de werknemer meer vrijheid zélf te bepalen hoe hij zijn oudedag wil financieren.

Onderdeel van een dc-regeling kan zijn dat de deelnemer "beleggingskeuzes" kan maken. Het pensioenfonds kan aanbieden de ingelegde premies te beleggen in overeenstemming met een door de deelnemer gekozen risicoprofiel. Op de effectenrechtelijke consequenties kom ik terug in hoofdstuk 6.

---

69 Artikel 8 lid 10 PSW. De wettelijke omschrijving is te eng. Lutjens (1989), p. 81 wijst er op dat het pensioen niet *alleen* door de bijdragen wordt bepaald doch ook door het met de premies behaalde beleggingsresultaat en actuariële factoren zoals levensverwachting en sterftekans. Nader over de pensioenrechtelijke aspecten van een dc-regeling: Lutjens (2001).

## 2.8 Financiering van de pensioentoezegging

### 2.8.1 Financieringslasten en beleggingsrisico: dc vs. db

Aan een dc-regeling kleven nadelen, niet alleen voor de deelnemer maar ook voor de overheid, vanuit het perspectief van de op haar rustende taak om zorg te bieden aan degenen die als gevolg van overlijden van de kostwinner, ouderdom of invaliditeit niet in hun eigen levensonderhoud kunnen voorzien.<sup>70</sup> Onzeker is namelijk of het opgebouwde kapitaal toereikend is voor een goede pensioenvoorziening. Dit geldt a fortiori voor een dc-nabestaandenpensioen.

Een defined benefit (eindloon)regeling heeft doorgaans als streefniveau 70% van het laatst verdiende loon. Dat is voldoende om na pensionering de bestaande levensstandaard voort te zetten. In een dc-regeling zijn de kosten van de pensioenregeling voorspelbaar doch is het resultaat onzeker. Gesteld wordt dat de werkgever met een dc-regeling zijn pensioenverplichtingen "afkoopt".<sup>71</sup>

Bij een defined benefit-regeling wordt dit risico gemitigeerd. Enerzijds omdat pensioenfondsen door hun schaalgrootte in staat zijn tot buffervorming en anderzijds doordat sprake is van "intergenerationele" solidariteit. Voorts loopt de deelnemer aan een dc-regeling een aanzienlijk "timingsrisico". Als de pensioendatum verschijnt in een periode waarin de voor de deelnemer relevante beleggingen laag gewaardeerd zijn, is de deelnemer wellicht niet in staat een voor hem toereikend pensioen in te kopen.<sup>72</sup> Dit is een risico dat in een defined benefit-regeling kan worden afgewenteld op het fonds, lees: de collectiviteit van deelnemers.

Voor zowel een dc-regeling als een db-regeling geldt dat de financieringslasten van de pensioenregeling een grote invloed hebben op de financiële draagkracht van werkgevers en werknemers. De beleggingsresultaten van het pensioenfonds zijn daarvoor in toenemende mate bepalend.<sup>73</sup>

---

70 Lange tijd was het daarom zo dat de keuze voor een eindloonregeling gold als meest wenselijk type pensioenregeling. Vgl. Lutjens (1989), p. 55.

71 Vgl. Muller en Driessen (1996), p. 28, 32.

72 Dit risico zou de wetgever kunnen mitigeren door toe te staan dat het opgebouwde kapitaal gespreid (over een periode van bijvoorbeeld drie jaar) wordt aangewend om pensioen in te kopen.

73 Bijkerk en Schuurman (2002), p. 29. Vgl. ook Frijns, Maatman en Steenkamp (2002): "De vergrijzing van de bevolking in de komende 30 jaar heeft substantiële effecten op de financiering van de pensioenverplichtingen en de winstgevendheid van ondernemingen. Financiering en financieel risico van de pensioenverplichtingen hangen

In een db-regeling komen tekorten in het pensioenfonds in overwegende mate voor rekening van de werkgever; hij draagt een deel van het beleggingsrisico. Als gevolg daarvan komt de werkgever in onzekerheid te verkeren omtrent de hoogte van de financieringsverplichtingen van zijn pensioentoezegging. Dit knelt wanneer ondernemingen vanaf 2005 worden geconfronteerd met de nieuwe boekhoudregels als vastgelegd in IAS 19.<sup>74</sup> IAS 19 is de standaard ter zake van "employee benefits" van de International Accounting Standard Committee. In deze standaard is bepaald hoe in jaarrekeningen van ondernemingen moet worden omgegaan met pensioenverplichtingen. Doel van IAS 19 is om een uniform en getrouw inzicht te geven in de pensioenverplichtingen van ondernemingen, onafhankelijk van de wijze waarop de pensioentoezeggingen ten uitvoer worden gebracht. IAS schrijft bovendien voor dat de werkgever bij de bepaling van zijn bijdrageplicht niet alleen rekening moet houden met zijn *juridische* verplichtingen doch ook met "verplichtingen" waaraan hij zich *de facto* niet kan onttrekken, zogeheten "constructive obligations". Een "constructive obligation" doet denken aan een natuurlijke verbintenis doch is dat niet. Juridisch heeft de werkgever zich niet willen verbinden en er is evenmin sprake van een dringende morele verplichting in de zin van artikel 6:3 BW. "Constructive obligations" kunnen ontstaan indien de werkgever aan zijn werknemers een zeker pensioenniveau in het vooruitzicht heeft gesteld. De aldus gewekte verwachting kan *de facto* gaan prevaleren boven de maximum bijdrageplicht van de werkgever zoals die voortvloeit uit de pensioentoezegging:

---

meer en meer af van de opbrengsten op het belegde vermogen van de pensioenfondsen. Daarbij komt dat de opbrengsten en kosten van de pensioenregeling de winstgevendheid van ondernemingen (sterk) kan beïnvloeden in de situatie dat de pensioenactiva een belangrijk bestanddeel vormen van de totale activa van een onderneming. We kunnen dit illustreren met de ratio tussen de activa van een pensioenfonds (de waarde van de beleggingsportefeuille) en de totale loonsom, als grondslag voor de premieheffing. Deze ratio is een maatstaf voor de rijpheid van een pensioenfonds. Voor veel pensioenfondsen in Nederland geldt dat deze ratio in de komende jaren zal stijgen naar een waarde van tien. Dit betekent dat wanneer het beleggingsrendement structureel 1%-punt lager uitvalt een premieverhoging van 10%-punten nodig is om de pensioenen te kunnen financieren. Dit getal is zorgwekkend, temeer omdat de pensioenuitkeringen en premies toch al zullen toenemen door vergrijzingseffecten. Het resultaat is hogere lonen en lagere winsten bij het bedrijfsleven, waardoor de economische groei negatief wordt beïnvloed."

74 Verplicht gesteld blijkens de Verordening (EG) Nr. 1725/2003 van de Europese Commissie.

## Hoofdstuk 2

"Informal practices give rise to a constructive obligation where the enterprise has no realistic alternative but to pay employee benefits. An example of a constructive obligation is where a change in the enterprise's informal practices would cause unacceptable damage to its relationship with employees".<sup>75</sup>

IAS 19 kan bezwaarlijk blijken, in het bijzonder voor een beursgenoteerde onderneming. De beleggingsresultaten van het pensioenfonds zullen zelden gelijk opgaan met de pensioenverplichtingen. De volatiliteit op financiële markten breng mee dat het pensioenfonds bijna elk jaar geconfronteerd wordt met een actuarieel tekort of overschot. Als dat tekort of overschot onmiddellijk tot uitdrukking moet komen in de balans van de onderneming wordt deze elk jaar geconfronteerd met een "incidentele" bate of last. Die is afhankelijk van een exogene, door de onderneming niet te beheersen, factor: de beleggingsresultaten van haar pensioenfonds. Dit gaat ten koste van een stabiele waardeontwikkeling van de onderneming, haar aandeel en haar beurskoers.<sup>76</sup>

De scherper wordende eisen rond solvabiliteit en verslaglegging leiden ertoe dat de werkgever de verplichtingen die voortvloeien uit een pensioenregeling beter wil kunnen beheersen. Bij een dc-regeling liggen de financieringslasten op voorhand vast. Mede om die reden geniet een dc-regeling in toenemende mate de voorkeur van ondernemingen.<sup>77</sup>

De keerzijde daarvan is dat de beleggingsrisico's worden verplaatst naar de deelnemers. Die risico's kunnen zeer aanzienlijk zijn. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 6.

### 2.8.2 Omslagstelsel vs. kapitaaldekking<sup>78</sup>

Denkbaar is dat een pensioenfonds al zijn verplichtingen die in enig jaar opeisbaar worden voldoet uit de bijdragen die hij in dat jaar ontvangt van

---

75 IAS 19 paragraaf 52. Vgl. Klaassen (2003), p. 119.

76 De IAS werpen schaduwen vooruit, vgl. "Eindloon pensioenregelingen komen onder zware druk", in Het Financieele Dagblad van 17 maart 2003; "Boekhoudregels leiden tot nieuwe trend pensioenland", in Het Financieele Dagblad van 22 april 2003; "Verlegging pensioenrisico bevrijdt Akzo van loden last", in Het Financieele Dagblad van 9 mei 2003 en "Vendex KBB sluit risico's pensioen uit", in Het Financieele Dagblad van 22 november 2003; "De kapitalist van de toekomst", in NRC Handelsblad van 23 januari 2004.

77 Vgl. Lutjens (1989), p. 81; Frijns (2001), p. 67.

78 Het systeem van rentefunding ("terminal funding") laat ik buiten beschouwing. Vgl. daarover Kuné (1992), p. 58.

de actieve deelnemers en werkgevers. Dit is het kenmerk van een omslagstelsel ("pay-as-you-go"), zoals dat in Nederland bijvoorbeeld wordt gehanteerd voor het AOW-pensioen. Bij een omslagstelsel zijn er geen besparingen en er vindt dus ook geen vermogensvorming plaats. Dit stelsel is op termijn slechts houdbaar als er een wettelijke verplichting is tot het voldoen van een toereikende bijdrage, deze verplichting gecontinueerd wordt en de nakoming ervan wordt afgedwongen. De "houdbaarheid" van een omslagstelsel vereist een zeker evenwicht tussen gepensioneerden en premiebetalers, waardoor degene die thans betaalt redelijkerwijs mag uitgaan van de verwachting dat hij door de opvolgende generatie "schadeloos" wordt gesteld. Als gevolg van de vergrijzende bevolking is een dergelijk demografisch evenwicht thans niet aanwezig, net zo min als dat in het verleden (duurzaam) het geval was. Voorstanders van het systeem van omslagfinanciering stellen dat het ontbreken van dit evenwicht uitdrukking geeft aan de solidariteit tussen de (huidige) premiebetalende generatie en de (huidige) gepensioneerde relatie.<sup>79</sup> Tegenstanders zien hierin juist een blijk van "generational unfairness": er is sprake van scheefheid omdat op voorhand vaststaat dat het saldo van uitkeringsbaten en premielasten voor opeenvolgende generaties veel meer uiteenloopt dan in een stelsel van kapitaaldekking.<sup>80</sup>

De PSW schrijft voor dat de verplichtingen van het pensioenfonds worden gefinancierd volgens het systeem van kapitaaldekking ("funding").<sup>81</sup> Dit stelsel houdt volgens artikel 9a PSW in dat de bezittingen van een pensioenfonds tezamen met de te verwachten inkomsten, toereikend zijn ter dekking van de uit de statuten en reglementen voortvloeiende pensioenverplichtingen. De tot op heden opgebouwde pensioenaanspraken en ingegane rechten op pensioen dienen te zijn gefinancierd; die financieringslast mag niet worden verschoven naar de toekomst.<sup>82</sup> Bij kapitaaldekking wordt premie geheven met het oog op toekomstige uitkeringen. Het pensioen wordt gefinancierd door besparingen (premieafdrachten) en beleggingsopbrengsten. Bij de meeste pensioenfondsen vormen de beleggings-

---

79 Vgl. Paulis (2002), p. 11. Paulis wijst erop dat er bij omslagfinanciering verzekerings-technisch geen sprake is van solidariteit maar van inkomensoverdrachten.

80 Nader over "generational fairness": Ponds (2002), p. 18-35.

81 Vgl. Tulfer (1997), nr. 832 en Lutjens (1989), p. 64-55.

82 Kamerstukken II, 26 415, nr. 3; PVK Beleidsregel d.d. 30-09-02 (Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen).



resultaten de hoofdmoot van de financiering.<sup>83</sup> Iedere generatie betaalt op voorhand premie voor zichzelf. Als achteraf blijkt dat de desbetreffende generatie onvoldoende premie heeft betaald (bijvoorbeeld omdat de werkelijke loonontwikkeling meer bedraagt dan de verwachte loonontwikkeling) wordt het tekort geheel of ten dele omgeslagen over de actieve generatie.<sup>84</sup> Het aspect van "generational unfairness" speelt derhalve in veel minder mate dan bij het omslagstelsel. Bovenberg stelt daarom dat pensioenfondsen de conflicten tussen generaties verminderen: "Risicodeling brengt de belangen van verschillende generaties meer op één lijn, waardoor men zich kan richten op het gezamenlijk belang van een goed functionerende economie".<sup>85</sup>

De vraag of een pensioentoezegging moet worden gefinancierd door kapitaaldekking of door een omslagstelsel is aan de orde wanneer de toezegging een defined benefit is.<sup>86</sup> Kapitaaldekking impliceert dat een pensioenfonds zijn vermogen belegt teneinde vermogensaanwas mogelijk te maken. Daarmee worden reserves gevormd ter dekking van pensioenverplichtingen die later opeisbaar worden. Kuné omschrijft optimale kapitaaldekking als de financieringswijze waarbij op ieder tijdstip vóór pensioeningang het evenredige deel van de pensioentoezegging volledig is gefinancierd.<sup>87</sup>

De vraag of een zodanig evenwicht wordt bereikt hangt uiteraard af van de berekeningsgrondslagen die het pensioenfonds hanteert. Met het oog daarop dient het pensioenfonds zijn toezichthouder, de PVK, inzicht te verschaffen hoe hij uitvoering geeft aan het voorgeschreven systeem van kapitaaldekking en welke berekeningen ten grondslag liggen aan de waardering van zijn bezittingen en verplichtingen. Hij legt dit vast in de door artikel 9c PSW voorgeschreven actuariële en bedrijfstechnische nota.<sup>88</sup>

De mate van kapitaaldekking komt tot uitdrukking in de dekkingsgraad: het kengetal dat aangeeft in hoeverre de opgebouwde verplichtingen gedekt

---

83 Bij ABP wordt ca. 1/3 deel gefinancierd door premies en 2/3 deel door beleggingsopbrengsten. Vgl. Paulis (2002), p. 11.

84 Verzekeringstechnisch is hier, aldus Paulis (2002) sprake van "kanssolidariteit" onder het motto: "Soms zit het mee en soms zit het tegen".

85 Bovenberg (2000).

86 Bij een dc-regeling is niet goed voorstelbaar dat de kwestie een rol speelt.

87 Kuné (1992), p. 58.

88 Nader hierover in § 6.4.

worden door het aanwezige vermogen. Om de dekkingsgraad te berekenen moeten het vermogen en de verplichtingen worden gewaardeerd. Het belegd vermogen (de *bezittingen* van het pensioenfonds) wordt door de meeste pensioenfondsen gewaardeerd op marktwaarde. De huidige en toekomstige pensioenverplichtingen worden gewaardeerd door deze contant te maken. Daarmee wordt de huidige waarde van toekomstige kasstromen berekend. Doorslaggevend voor de uitkomst van die berekening is de gehanteerde disconteringsvoet. Dat blijkt uit het volgende voorbeeld.

Stel dat debiteur A in het jaar 2025 aan zijn crediteur B 1000 is verschuldigd. A doet aan B het voorstel deze schuld reeds in 2005 volledig te voldoen; A wil zijn toekomstige verplichting afkopen. B stemt daarmee in. Vervolgens moeten zij vaststellen wat een in 2025 te ontvangen bedrag van 1000 in het jaar 2005 waard is. Anders gezegd: zij moeten berekenen welk in 2005 te betalen bedrag ( $x$ ) over een periode van 20 jaar aangroeit tot 1000. Dit is afhankelijk van het rendement dat gedurende 20 jaar over bedrag ( $x$ ) mag worden verwacht. Dit rendement is de disconteringsvoet. Bij een hoge disconteringsvoet is de betalingsverplichting van A in het jaar 2005 lager. Een lage disconteringsvoet leidt tot een hogere betalingsverplichting in 2005.<sup>89</sup>

Helaas is de werkelijkheid bij contante waardeberekeningen door een pensioenfonds complexer. In bovenstaand voorbeeld is de veronderstelling dat de betalingsverplichting van 1000 constant blijft. Dat is bij een pensioenfonds echter niet het geval. De pensioenverplichtingen nemen toe onder invloed van loonstijging en inflatie. Bij de contante waardeberekeningen door een pensioenfonds wordt daarom uitgegaan van het begrip rekenrente. De rekenrente is het *écart* tussen beleggingsrendement en de ("incrementele") ontwikkeling van de pensioenverplichtingen (als gevolg van loonontwikkeling en inflatie).<sup>90</sup>

Stel dat het pensioenfonds zijn verplichtingen contant maakt op basis van een rekenrente van 4%. In jaar  $t=1$  is de dekkingsgraad 100. In jaar  $t+1$  stijgen de pensioenverplichtingen met 3%. In datzelfde jaar zal het beleggingsrendement ten minste gelijk moeten zijn aan 7% om de dekkingsgraad van 100 te kunnen handhaven.

---

89 Een voorbeeld: bij een disconteringsvoet van 7% (op basis van samengestelde interest) is een in 2025 te ontvangen bedrag van \_ 1000 in 2005 \_ 258 waard. Bij een disconteringsvoet van 4% is dat \_ 456.

90 Vgl. Kuné (1992), p. 60. Zie ook (hoewel tendentieus) Tamminga (2003).

## Hoofdstuk 2

In Nederland zijn discussies gaande of de door pensioenfondsen gehanteerde rekenrente een fictief percentage moet zijn (meestal 4%, in overeenstemming met de maatstaf die de PVK tot en met 2003 heeft gehanteerd) of dat de rekenrente moet variëren, in functie van bijvoorbeeld de inflatie. De uitkomst van die discussie heeft grote gevolgen voor de dekkingsgraad van pensioenfondsen.<sup>91</sup>

Een belangrijke factor is voorts de horizon van het pensioenfonds. Moet het pensioenfonds in de waardering van zijn verplichtingen rekening houden met verplichtingen die over 60 jaar opeisbaar worden (de thans 20-jarige deelnemer die op zijn tachtigste levensjaar een pensioen geniet, of dient de horizon van een pensioenfonds de levensduur van een generatie te overstijgen? Bovendien wijzigt de gemiddelde levensduur bij voortduring, evenals de gemiddelde gezinsgrootte, hetgeen niet alleen gevolgen heeft voor de vergrijzingsgraad doch ook voor de verhouding tussen verplichtingen die voortvloeien uit nabestaandenpensioen en ouderdompensioen. En als de horizon van een pensioenfonds één of meer generaties omspant moet ook rekening worden gehouden met de demografische consequenties van oorlog en ziekte. Wijzigingen in de pensioenregeling, onverwachte inflatie of zelfs deflatie, gehele of gedeeltelijke indexatie van de pensioenverplichtingen hebben eveneens grote gevolgen voor de verplichtingen. De waardering van de beleggingen van het pensioenfonds is omgeven met deels dezelfde (inflatie en deflatie), deels andere onzekerheden (denk aan regionale crises zoals de pesos-, roebel en Azië-crisis alsmede aan onverwacht aan het licht tredende defecten in het financiële systeem (bijvoorbeeld de boekhoudcrisis in 2001-2002 en de overwaardering van ICT-aandelen eind jaren '90).

Als een pensioenfonds deze exercitie verricht zal blijken of er tekorten of overschotten zijn. Op basis daarvan kan de hoogte van de pensioenpremie worden vastgesteld. Vervolgens zal blijken dat de werkelijke rente afwijkt van de veronderstelde rekenrente. Een hogere werkelijke rente leidt tot een overschot, een lagere rente tot een tekort. Dit leidt vervolgens weer tot bij-

---

91 Vgl. Ooms (2002), p. 36-61. De impact van de rekenrente is enorm. Sinds 2001 volgt ABP voor beoordeling van de eigen financiële positie een strengere benadering dan de 4% rekenrente. ABP waardeert de verplichtingen tegen een reële rente die wordt afgeleid van de koers van Franse indexleningen. In het ABP Jaarverslag 2002 is deze rekenrente bepaald op 2,9%. Door deze lagere rente komt de contante waarde van ABP's pensioenverplichtingen aanmerkelijk hoger uit. In plaats van \_ 131,7 miljard aan verplichtingen bij 4% rekenrente komt bij 2,9% het totaal aan pensioenverplichtingen uit op \_ 157,6 miljard.

stelling van de premiehoogte, waarna dit proces zich jaar na jaar herhaalt.

Naarmate de horizon van het pensioenfonds verder weg gelegen is, kunnen de gevolgen van de hiervoor genoemde omstandigheden worden aangemerkt als korte termijn-effecten die op den duur worden verevend door tegengestelde ontwikkelingen. Als de financieringslast van een noodzakelijke beleidsverandering over meer generaties kan worden uitgesmeerd nemen de gevolgen voor de premiestelling af.<sup>92</sup> Dit doet echter een groot beroep op het geduld en de langetermijn visie van alle belanghebbenden bij het pensioenfonds, de crediteuren van het pensioenfonds (in geval van tijdelijke onderdekking) en de crediteuren en aandeelhouders van de werkgever (indien van de werkgever een additionele bijdrage in de financiering wordt gevergd).<sup>93</sup>

### *2.8.3 Herverzekering en overdracht van risico's*

Een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen heeft een betrekkelijk gering draagvlak.<sup>94</sup> De belangrijkste oorzaak is een gering aantal deelnemers of een heel onevenwichtige verdeling tussen deelnemers en gepensioneerden. Deze pensioenfondsen zijn niet in staat alle risico's die samenhangen met de pensioenverzekering (arbeidsongeschiktheid, overlijden of langlevens) zelfstandig te dragen. Artikel 9 PSW bepaalt dat zij hun verplich-

---

92 Ponds (2002), p. 22. Vgl. SER (2001), p. 18: "Het langetermijnkarakter van een pensioenfonds, dat past bij de lange termijn van de aangegane verbintenis tussen werkgevers, werknemers en gepensioneerden en dat over generaties heengaat, maakt risicovollere beleggingsstrategieën mogelijk en effectief. Defined benefit-pensioen-systemen en de wens de pensioenaanspraken loon- of prijsvast te houden, maken die langetermijnstrategieën nodig vanwege de gewenste betaalbaarheid."

93 Een vergrijzend fonds komt niet eens toe aan de vraag of belanghebbenden bereid zijn de effectiviteit van premieverhogingen af te wachten. Bij een vergrijzend fonds is het relatieve aandeel van gepensioneerden in het totaal van de verplichtingen van het pensioenfonds relatief groot; er zijn veel gepensioneerden in verhouding tot het aantal deelnemers. Een vergrijzend fonds dat in een toestand van onderdekking komt verkeren zal reeds snel zijn toevlucht moeten nemen tot korting op de rechten van gepensioneerden teneinde de "match" tussen zijn assets & liabilities te herstellen.

94 Onder draagvlak wordt verstaan de mate waarin een pensioenfonds in staat is de verliezen op te vangen die ontstaan als de waarnemingen in ongunstige zin afwijken van de gemaakte veronderstellingen, Tulfer (1997), nr. 836. Circa 40% van de pensioenfondsen heeft zijn verplichtingen geheel of gedeeltelijk herverzekerd dan wel overgedragen, vgl. PVK (2003), p. 40.

tingen dienen te herverzekeren of over te dragen door overeenkomsten te sluiten met een daarvoor gekwalificeerde herverzekeraar.

Het gevolg van herverzekering is dat het pensioenfonds zijn verplichtingen jegens de deelnemers heeft "afgedekt". In de regel beperkt een pensioenfonds met herverzekering zijn uitkeringsverplichting jegens de deelnemers tot de bedragen die het pensioenfonds daadwerkelijk ontvangt van de herverzekeraar. De deelnemer staat buiten de herverzekeringsovereenkomst; hij heeft (en behoudt) uitsluitend een aanspraak op het pensioenfonds.

Het gevolg van risico-overdracht is dat het pensioenfonds wordt bevrijd van zijn verplichtingen uit de pensioenovereenkomst. De deelnemer verkrijgt een rechtstreekse aanspraak op de verzekeraar. In de verhouding tussen deelnemer, pensioenfonds en verzekeraar vindt schuld- of contractsoverneming plaats.<sup>95</sup>

De pensioenfondsen die hun verplichtingen geheel of gedeeltelijk hebben herverzekerd of overgedragen laat ik in dit onderzoek verder buiten beschouwing.

#### 2.8.4 De "fairness" van de "pension deal"

Het is niet zo dat bij alle belanghebbenden de spankracht aanwezig is om een financieringstelsel van kapitaaldekking in stand te houden dat een aantal generaties overstijgt. Dit onvermogen trad in de afgelopen tien jaren pregnant aan het licht, in tweeërlei opzicht. De periode 1995-2000 werd gekenmerkt door hoge beleggingsresultaten die voordien amper voor mogelijk werden gehouden. In die tijd werd een discussie gevoerd over de verdeling van de actuariële overschotten van het pensioenfonds.<sup>96</sup> Na 2000 zien wij het omgekeerde. De financiële resultaten staan zozeer onder druk dat getwijfeld wordt over de duurzame houdbaarheid van het in Nederland meest gangbare db-systeem. Nu luidt de vraag van welke belanghebbenden bij het pensioenfonds financiële offers worden gevraagd om actuariële tekorten aan te vullen.

Zo rond het omslagpunt, aan het eind van het jaar 2000, gaf Bovenberg blijk van een vooruitziende blik:

---

95 Tulfer (1997), nr. 843.

96 Vgl. De Lange (2000) en De Lange (2001).

"Veel pensioenfondsen beschikken nu over omvangrijke buffers. Dit is een uitgelezen moment om de dijken rondom de pensioenpolder te versterken met het oog op het verwachte herfstweer. (...) Afspraken over risicodeling winnen aan belang nu pensioenfondsen kwetsbaarder worden voor risico's. Door de spelregels voor risicodeling expliciet neer te leggen in bestendige, zo compleet mogelijke contracten, worden latere kostbare conflicten voorkomen en kunnen verplichtingen beter worden gewaardeerd. Zo moet bijvoorbeeld preciezer worden vastgelegd onder welke voorwaarden de pensioentoezeggingen aan gewezen deelnemers worden geïndexeerd. Daarnaast is het van belang het gewenste risicoprofiel vast te stellen, zodat helder wordt hoe vrijblijvend de nagestreefde verplichtingen zijn. Dit komt ook de kwaliteit van de risicobeheersing ten goede".<sup>97</sup>

Helaas is zijn boodschap niet tijdig ter harte genomen. De discussie rond de zogeheten *pension deal* kwam pas later op gang; in de literatuur in 2002 en maatschappelijk in 2003.<sup>98</sup> In die discussie wordt gesignaleerd dat de pensioenovereenkomst zoals wij die thans kennen en die belichaamd is in het pensioenreglement, een onvolledig contract is dat onzekerheden bevat en veel ongeregeld laat. Veelal is onduidelijk welke partijen wanneer welk deel van de risico's dragen die eigen zijn aan het financieringstelsel. Moeten tekorten worden aangevuld door de werkgever en/of de deelnemers (hogere premies) of door de pensioengerechtigden (door korting op de indexatie)? Dikwijls rijst de vraag welke rechten de deelnemer respectievelijk pensioengerechtigde aan de pensioenovereenkomst kan ontleen. Heeft de gepensioneerde een onvoorwaardelijk recht op indexatie?<sup>99</sup> Hoe indien het pensioenfonds en de werkgever besluiten tot wijziging van het pensioenreglement en de eindloonregeling vervangen door een middelloonregeling. Die wijziging heeft een matigende invloed op de premiebijdrage; de dekkingsgraad verbetert, onder meer omdat er bij een middel-

---

97 Vgl. Bovenberg (2000).

98 Aspecten van deze discussie worden door verschillende auteurs belicht in Kuné (red. 2002), p. 13, 19, 24-26, 102 en 116. Vgl. ook Ambachtsheer (2000).

99 De PVK spreekt in dit verband over "zachte verplichtingen" die opgenomen zijn in pensioenregelingen. Zachte verplichtingen zijn verplichtingen waarvan de waarde mede afhankelijk is van in de toekomst door het pensioenfonds te nemen beslissingen. De wijze waarop het pensioenfonds de aanwezige beleidsruimte benut heeft gevolgen voor de toekomstige kasstromen (uitkeringen of premies) van het pensioenfonds. Een voorwaardelijke toezegging tot indexatie, waarbij de indexatie afhankelijk is gesteld van nadere besluitvorming en ontwikkelingen, bijvoorbeeld van de beschikbaarheid van middelen, is een voorbeeld van een zachte verplichting. Vgl. PVK (2003a) en de brief van de PVK d.d. 30 september 2002 aan de besturen van pensioenfondsen: "Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen."

loonregeling geen sprake is van backservice. Maar heeft een dergelijke wijziging ook gevolgen voor bestaande deelnemers die een dc-regeling op basis van eindloon in het vooruitzicht was gesteld?

Als er overschotten zijn rijst de vraag hoe die onder belanghebbenden moeten worden verdeeld. Ze kunnen ten goede komen aan de werkgever ("teruggave" van vermogen aan de werkgever), aan de werkgever en de deelnemers gezamenlijk (premiëkorting), aan de gepensioneerden (inhaalindexatie of extra indexatie) of aan de toekomstige deelnemers (buffervorming). Een combinatie van deze mogelijkheden is uiteraard ook denkbaar. Ponds stelt vast dat het onvolledige pensioencontract leidt tot conflicten over de toedeling van mee- en tegenvallers en ook tot beleidsinertie als sprake is van onderdekking.<sup>100</sup>

De financiële crisissituatie in 2003 vereist dat de onzekerheden in de bestaande pensioenovereenkomst worden weggenomen. De PVK draagt daaraan bij door van pensioenfondsen te vragen dat zij uitvoering geven aan een financieel herstelplan. Het gevolg daarvan is dat de toedeling van mee- en tegenvallers niet kan worden uitgesteld. De pension deal zal moeten voldoen aan de eis van "generational fairness". Het systeem van kapitaaldekking komt onder druk te staan als de deelnemers eenvoudig kunnen vaststellen dat zij veel meer premies moeten betalen dan zij zelf ooit aan uitkeringen zullen ontvangen. Dit bevordert de neiging te kiezen voor het eigen belang, in termen van pensioenvoorziening een keuze tussen een dc- en een db-regeling.

Ponds zet uiteen dat dit een afweging is tussen enerzijds een db-regeling (met als voordeel een verzekerd pensioeninkomen en de nadelen van onzekerheid rond toekomstige premie en indexatie) en anderzijds een dc-regeling met als voordeel keuzevrijheid en een vaststaande premie en als nadeel een heel onzeker pensioenresultaat. Als die afweging uitvalt in het voordeel van dc zullen de jongere generaties proberen zich te onttrekken aan deelname aan een db-pensioenregeling, zo vreest Ponds.<sup>101</sup>

De verbetering van de pensioenovereenkomst, het wegnemen van de bestaande onzekerheden, zal primair moeten plaatsvinden in het arbeidsvoorwaardenoverleg tussen werkgever(s) en werknemers. Niettemin speelt het pensioenfonds daarin een belangrijke rol. Niet slechts omdat het als

---

100 Vgl. Ponds (2002), p. 26.

101 Ponds (2002), p. 25. De wettelijke verplichte deelname aan het pensioenfonds staat die keuze thans nog in de weg, doch Ponds vreest dat die verplichting kan worden ondergraven door daarvoor in de (Europese) politiek steun te mobiliseren.

uitvoerder van de pensioenregeling contractspartij is bij de pensioenovereenkomst, doch ook omdat het als beleidsvoorbereider een grote invloed heeft op het onderhandelingsresultaat. De actuariële, accounting-technische, economische en juridische kennis die in het pensioenfonds voorhanden is zal moeten worden gebundeld om talrijke scenario-analyses te verrichten. De uitkomsten daarvan zullen bepalend zijn voor de opstelling van de onderhandelingspartners.

Het pensioenfonds heeft in deze echter ook een eigen verantwoordelijkheid. Het zal ervoor moeten waken dat de uitkomst van de onderhandelingen billijk is voor alle belanghebbenden. Dit klemmt temeer daar niet alle belanghebbenden "aanzitten" aan de onderhandelingstafel. Dat geldt voor de pensioengerechtigden maar meer nog voor de toekomstige deelnemers die eens pensioengerechtigden hopen te worden. Als de financiering van de pensioenovereenkomst een generatie overstijgt zal er iemand moeten zijn die zich de belangen van de toekomstige generatie(s) aantrekt. Het pensioenfonds komt daarvoor bij uitstek in aanmerking. Zo dit niet reeds volgt uit artikel 5 lid 4 PSW ("de personen die het beleid van een pensioen- of spaarfonds bepalen of mede bepalen richten zich bij de vervulling van hun taak naar de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden ...") blijkt zij uit de verantwoordelijkheid die bestuurders dragen voor de financiële opzet van het pensioenfonds.<sup>102</sup> Ik kom daarop terug in § 6.4.

Het opheffen van de onzekerheden in de bestaande pension deal is een moeizaam proces. Aangezien de belangen van betrokkenen niet parallel lopen is dat niet verwonderlijk. Denk bijvoorbeeld aan de aandeelhouders van de onderneming en de belanghebbenden bij het pensioenfonds dat aan

---

102 De eigen verantwoordelijkheid van het pensioenfonds komt ook tot uitdrukking in de navolgende passage, ontleent aan de notitie "Hoofddlijnen voor een nieuwe Pensioenwet", Kamerstukken II, 28 294, nr. 1: "Op de werkgever rust de verplichting om het pensioen onder te brengen bij een pensioenuitvoerder. De pensioenuitvoerder heeft tot taak het pensioen uit voeren conform de afspraken die daarover in het (collectieve) arbeidsvoorwaardenoverleg zijn gemaakt. In de adviesaanvraag heeft het kabinet een spanningsveld beschreven dat tussen de werkgever, c.q. sociale partners enerzijds, en pensioenuitvoerder anderzijds kan ontstaan. Zo kan zich de situatie voordoen *dat de pensioenuitvoerder op basis van zijn eigen verantwoordelijkheid voor de financiering van de pensioenen vaststelt dat een (wijziging van de) pensioentoezegging zoals sociale partners die zijn overeengekomen niet uitgevoerd kan worden*. Anderzijds kan ook de situatie ontstaan dat een werkgever die een ondernemingspensioenfonds heeft opgericht de financiële consequenties van een besluit van het fondsbestuur niet kan dragen." (Cursivering RHM)



die onderneming is verbonden. Het vereist in ieder geval van diegenen wier belangen in hoge mate parallel lopen, zoals de (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden, het inzicht dat het pensioenfonds een verantwoordelijkheid heeft jegens verschillende categorieën en wellicht zelfs generaties van belanghebbenden. Vanuit dat besef dienen compromissen te worden gezocht.<sup>103</sup>

## 2.9 Pensioenfonds en verzekeraar: taakafbakening

Het pensioenfonds komt fiscaalrechtelijk en toezichtrechtelijk in aanmerking voor een andere behandeling dan een verzekeringsmaatschappij. Lutjens stelt vast dat het pensioenfonds zijn eigen identiteit niet slechts ontleent aan de inbedding in de arbeidsrechtelijke relatie tussen werkgever(s) en werknemers (respectievelijk hun belangenorganisaties) doch ook aan de collectieve verzekeringsrechtelijke betrekkingen binnen een pensioenfonds. Hij voegt daaraan toe:

"Het belang van deze vaststellingen is onder meer dat de op het individu toegespitste benadering, hetwelk zo kenmerkend is voor het Nederlandse verbintenissenrecht en van het daarvan een onderdeel zijnde verzekeringsrecht, niet onverkort toepassing vindt bij pensioenfondsverhoudingen."<sup>104</sup>

---

103 Wat dat betreft zijn recent vorderingen gemaakt. Op 28 januari 2004 schreef de Stichting van de Arbeid aan de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid dat zij instemt met de hoofdlijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfonds. In het persbericht spreekt de Stichting de wens uit "dat de hoofdlijnen voor het nieuwe financiële toetsingskader op zeer korte termijn na het beoogde algemeen overleg in de Tweede Kamer (...) richtinggevend zullen zijn voor het financiële toezicht op pensioenfonds door de Pensioen- & Verzekeringskamer."

104 Lutjens (2000b), p. 6-7. Aldus ook staatssecretaris Van Rhijn namens de Regering ten tijde van de totstandkoming van de PSW (Handelingen II, 1951-1952, 1730, p. 152-153): "Men moet dit niet zien als een soort van bundeling van individuele polissen, met een individueel recht van iedere arbeider op de gestorte premie. Het fonds biedt een samenwerking van alle arbeiders; het doet een beroep op de solidariteit en men doet niet juist om het zo voor te stellen (...) alsof het gaat om b.v. 1000 arbeiders in het fonds, die dan ook 1000 individuele polissen in het fonds vertegenwoordigen. (...) In deze organisatorische tijd voel ik mij meer thuis bij de organisatorische verhouding dan bij de al te individualistische verhouding, die uit deze gedachtengang spreekt."

De verschillen tussen de verplichtingen van een verzekeraar en een pensioenfonds, mede in relatie tot het beleggingsbeleid, worden scherp uiteengezet door Davis:

"This link of liabilities to labour earnings points to a crucial difference with insurance companies, in that pension funds face the risk of increasing nominal and real liabilities (for example, due to real wage increases during periods of inflation), as well as the risk of holding assets, and hence the need to trade volatility with return. In effect, their liabilities are typically denominated in real terms and are not fixed in nominal terms. Hence they must also focus on assets which offer a positive real return and inflation protection. This implies a particular focus on equities and real estate".<sup>105</sup>

Vanwege deze verschillen valt het pensioenfonds als verzekeraar van het pensioen niet onder het regime van de Wtv 1993 doch onder de PSW.<sup>106</sup> Het toezicht ingevolge de PSW moet waarborgen dat het pensioenfonds zijn geïndexeerde (en derhalve volatiele) verplichtingen kan nakomen. Dit toezicht is van andere aard dan het toezicht ingevolge de Wtv 1993.<sup>107</sup>

Het onderscheid in behandeling van het pensioenfonds versus de verzekeraar vindt zijn rechtvaardiging in het belang van een kwalitatief goed stelsel dat voorziet in financiële zorg in geval van ouderdom en/of invaliditeit. Het draagt eraan bij dat het mogelijk is om tegen zo gering mogelijke bijdragen een systeem van kapitaaldekking in stand te houden. Dit stelsel resulteert in een "pensioenproduct" dat zich kan onderscheiden van producten die door verzekeringsmaatschappijen in de zin van de Wtv 1993 worden aangeboden. Ik verwijs naar hetgeen daarover is opgemerkt in § 2.2.

Ook in fiscaal opzicht zijn er verschillen. Anders dan een verzekeringsbedrijf is een pensioenfonds niet onderworpen aan de vennootschapsbelasting. Voor een pensioenverzekering geldt in veel ruimere mate dan voor een "gewone" levensverzekering de zogeheten omkeerregel. Die komt kort gezegd hierop neer dat de thans betaalde premies aftrekbaar zijn voor de

---

105 Davis (2002), p. 160. Vgl. Davis (2002) p. 159 en p. 163-165 voor andere "key differences" tussen een pensioenfonds en een verzekeringsmaatschappij.

106 Artikel 13, derde en vierde lid, Wtv 1993.

107 Voor een pensioenfonds gelden bijvoorbeeld geen solvabiliteitsrichtlijnen zoals die gelden voor een verzekeringsmaatschappij die onder het regime van de Wtv 1993 valt, vgl. de artikelen 66 en 68 Wtv 1993. Zie ook § 2.2. Vgl ook Davis (2002), p. 164: "These contrasts [tussen een verzekeraar en een pensioenfonds - RHM] are in our view sufficiently marked to mean that there is not a strong case for identical regulations as between life insurers and pension funds".

loonbelasting en de in de toekomst te verkrijgen uitkeringen worden belast.<sup>108</sup> Door de toepassing van het schijventarief kan dit leiden tot een aanmerkelijk fiscaal voordeel voor de deelnemer.

De bevoorrechte positie van het pensioenfonds heeft geleid tot een discussie over taakafbakening: welke (verzekerings)producten mag een pensioenfonds aanbieden en welke producten behoren tot het exclusieve werkterrein van (commerciële) verzekeraars.<sup>109</sup> De "concurrentiestrijd" tussen pensioenfonds en verzekeraars over de verdeling van hun werkterrein heeft in december 2000 geleid tot de Regeling taakafbakening pensioenfonds (de "Regeling Taakafbakening").<sup>110</sup>

De Regeling Taakafbakening bouwt voort op artikel 13 lid 5 Wtv 1993. Die bepaling geeft aan de Ministers van Financiën en Sociale Zaken en Werkgelegenheid de bevoegdheid nadere regels te stellen ten aanzien van een pensioenfonds dat bepaalde "pensioenproducten" aanbiedt. Uit de Regeling Taakafbakening kan worden afgeleid of het pensioenfonds, indien het een product aanbiedt met bepaalde kenmerken, wordt aangemerkt als verzekeraar in de zin van de Wtv 1993. Is dat laatste het geval, dan is het uiteraard niet aantrekkelijk voor het pensioenfonds om het desbetreffende product te voeren.

Volgens de regering behoren collectiviteit en solidariteit tot de wezenskenmerken van een pensioenproduct. Als die kenmerken niet of in onvoldoende mate onderdeel vormen van een door een pensioenfonds aangeboden product, zijn er volgens de regering geen gronden om de bijzondere positie van het pensioenfonds, zoals hiervoor uiteengezet, te rechtvaardigen.<sup>111</sup>

De collectiviteit komt hierin tot uitdrukking dat deelname aan de pensioenregeling verplicht is of openstaat voor eenieder die in dienst is van een onderneming of werkzaam is binnen een bedrijfstak. De pensioenregeling vormt voorts onderdeel van het - collectieve - arbeidsvoorwaardenoverleg tussen (vertegenwoordigers van) werkgevers en werknemers.

---

108 Artikel 11 lid 1 onder c. Wet op de loonbelasting 1964. Nader over de fiscale behandeling van pensioenen: Lutjens en Heemskerk (2004).

109 Uitvoerig over dit onderwerp Kremers en Flikweert (1998). Zie ook Lutjens (1997), p. 122.

110 Regeling van de Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 20 december 2000, houdende nadere afbakening van de taken van pensioenfonds, Stcrt. 22 december 2000, nr. 249.

111 Toelichting bij de Regeling Taakafbakening, p. 2. Vgl. ook Lutjens (1997b).

De solidariteit moet blijken uit de volgende, door de regering geformuleerde "solidariteitscriteria":

- a. een werkgeversbijdrage van ten minste 10% voor de totale kosten van de pensioenregeling;
- b. geen onderscheid in de door de deelnemers verschuldigde premie; de nominale of procentuele bijdrage is voor alle werknemers gelijk;
- c. de beleggings- en verzekeringstechnische risico's (met inbegrip van het indexeringsbeleid) kunnen niet worden afgewenteld op de individuele deelnemer (doch wel op de collectiviteit van het pensioenfonds);
- d. ingeval sprake is van een dc-regeling dient het opgebouwde kapitaal te worden omgezet in een pensioenaanspraak die gebaseerd is op voorwaarden die voor de gehele collectiviteit gelden.<sup>112</sup>

Al naar gelang de aard van het pensioenproduct dient het te voldoen aan één of meer van deze solidariteitscriteria. Wat betreft een dc-regeling geldt dat één van de criteria onder a. of d. van toepassing dient te zijn. Het pensioenfonds dat een dc-regeling uitvoert en aan die eis voldoet, wordt ingevolge de Regeling Taakafbakening niet beschouwd als verzekeraar in de zin van de Wtv 1993.<sup>113</sup>

## **2.10 Uitbesteding**

### *2.10.1 Inleiding*

Pensioenfonds hebben in Nederland doorgaans de stichting als rechtsvorm.<sup>114</sup> Een stichting wordt geleid door een bestuur. Het bestuur van een pensioenfonds bestaat uit vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers(organisaties).<sup>115</sup> Het bestuur heeft tot taak te zorgen dat het pensioenfonds aan zijn wettelijke en statutaire doelstelling beantwoordt. Bij een pensioenfonds geldt dat het financieel beheer de "kernactiviteit" is van de rechtspersoon. Daarin zijn ten minste twee aspecten te onderkennen:

---

112 Voor bedrijfstakpensioenfonds geldt een additionele solidariteitseis: Dit is de zogeheten verplichtstelling: alle bedrijfsgenoten in een bedrijfstak dienen aan de pensioenregeling deel te nemen ingevolge de Wet Bpf 2000.

113 Artikel 4 van de Regeling Taakafbakening.

114 In hoofdstuk 5 ga ik nader in op de rechtsvorm van het pensioenfonds en de implicaties daarvan.

115 Zie artikel 6 PSW.

(i) zorgdragen dat het pensioenfonds in staat is de door de pensioenregeling gewekte verwachtingen te honoreren, en (ii) beheer van het vermogen dat aan het pensioenfonds toebehoort, ten behoeve van belanghebbenden bij het pensioenfonds.

Het financieel beheer moet naar behoren plaatsvinden; het moet voldoen aan zorgvuldigheidseisen. Dit betekent niet dat een bestuurder persoonlijk elke (rechts)handeling moet verrichten of daarop moet toezien. Dat is praktisch en intellectueel onmogelijk. Voorts kan het evenmin betekenen dat van een bestuurder wordt gevergd dat hij zélf beschikt over alle specialistische kennis die in een pensioenfonds voorhanden moet zijn. Die eis zou bovenmenselijk zijn. De materie waarover pensioenfondsbestuurders moeten beslissen is complex; zij bevat onder meer beloningstechnische, actuariële en beleggingsinhoudelijke elementen. Het bestuur is daarom genoodzaakt - en wellicht zelfs verplicht - taken en bevoegdheden te delegeren of uit te besteden aan professionals.<sup>116</sup> Door uitbesteding (of "outsourcing") kan het pensioenfonds de beschikking verkrijgen over kennis en kunde om optimaal te functioneren. Onder uitbesteding verstaat de PVK het op structurele basis laten leveren van diensten, goederen of faciliteiten die deel uitmaken van de met de uitvoering van de pensioenregeling samenhangende of daaraan ondersteuning verlenende bedrijfsprocessen door een ander.<sup>117</sup>

De mate van uitbesteding staat in onmiddellijk verband met de organisatorische inrichting van een pensioenfonds. Sommige pensioenfondsen streven ernaar zoveel mogelijk deskundigheid beschikbaar te hebben in de eigen organisatie. Anderen doen in hoge mate een beroep op externe dienstverleners. Dit kan consequenties hebben voor de taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden van pensioenfondsen en hun beleidsbepalers.

---

116 Zelfs indien een pensioenfonds zou beschikken over een bestuurder met bijna bovenmenselijke fysieke en intellectuele kwaliteiten, zou het onverstandig zijn daarvan gebruik te maken. Het bestuur dient een een zorgvuldig opererende organisatie tot stand te brengen met *checks & balances*; dat vereist machtenscheiding.

117 Artikel 1 sub d. van de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, Stcrt. nr. 20. "Inkoop" van diensten, goederen of faciliteiten, waarbij het gaat om gestandaardiseerde producten of waarbij de dienstverlener geen informatie met betrekking tot het pensioenfonds verkrijgt, worden niet begrepen onder de definitie van uitbesteding, vgl. artikel 1 sub f. van genoemde beleidsregel.

### 2.10.2 *Het zelfadministrerend pensioenfonds en het separaat werkend pensioenfonds*

De PSW bepaalt dat de uitvoering van de pensioenregeling aan het pensioenfonds wordt toevertrouwd.<sup>118</sup> Wat betreft de kerntaken die met de uitvoering van de pensioenregeling samenhangen (rechtenadministratie, vermogensbeheer, informatieverstrekking) is het pensioenfonds de adres-sant van de in de PSW gegeven voorschriften. Mijns inziens is de wetgever bij de totstandkoming van de PSW als vanzelfsprekend uitgegaan van de veronderstelling dat het pensioenfonds die kerntaken zélf uitvoert, met personeel dat in dienst is van het pensioenfonds.<sup>119</sup> Dit komt de effectiviteit van het toezicht door de PVK ten goede, aangezien bedrijfsprocessen die het pensioenfonds heeft uitbesteed aan een andere (rechts)persoon in beginsel, zonder nadere contractuele voorzieningen, aan het toezicht van de PVK zijn onttrokken. De PSW bevat echter geen verbod voor een pensioenfonds om tot uitbesteding van taken over te gaan. Van oudsher worden (delen van de) pensioenadministratie, effectendiensten zoals administratie en bewaarneming van effecten ("custody") en vermogensbeheer uitbesteed.<sup>120</sup> De PVK staat uitbesteding toe als het pensioenfonds beleid vaststelt met betrekking tot de risico's die samenhangen met uitbesteding. Dat beleid dient in ieder geval te zien op de verkrijging van waarborgen voor het handhaven van een "beheerste en integere bedrijfsvoering" en de maatregelen die de opdrachtnemer (de "uitvoerende organisatie") treft inzake fraudepreventie.

Onder Nederlandse pensioenfondsen zien we talrijke verschijningsvormen van uitbesteding. Er is sprake van een continuüm. Elk pensioenfonds maakt gebruik van de diensten van derden, doch de mate waarin dat gebeurt verschilt aanzienlijk.

Aan de ene uiterste zijde van het continuüm zien we in Nederland een "zelfadministrerend" bedrijfstakpensioenfonds dat werkzaam is voor tal

---

118 Artikel 2 lid 5 en lid 7 PSW.

119 Uit Kamerstukken 1730 is mij niet gebleken dat de wetgever rekening hield met het verschijnsel "uitbesteding". Illustratief is dat uitbesteding evenmin voorkomt in het uit 1955 daterende boek van Thierry. Toch behandelt Thierry zo ongeveer alle taken waarvoor een pensioenfonds zich in die tijd gesteld zag. Overigens laat ik in dit verband de verzekeringsactiviteiten die in geval van herverzekering worden uitgevoerd door een verzekeraar buiten beschouwing, vgl. artikel 9 PSW.

120 Vgl. de Toelichting bij de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, Stcrt. nr. 20.

## *Hoofdstuk 2*

van werkgevers en werknemers. Het wordt aangeduid als zelfadministre- rend omdat het pensioenvermogen en de werkorganisatie zijn geïntegreerd: dezelfde rechtspersoon (het pensioenfonds) is "eigenaar" van het vermogen en werkgever van de medewerkers die belast zijn met pensioen- administratie en vermogensbeheer (het "apparaat"). De omvang van dit pensioenfonds is zodanig dat het uit een oogpunt van kostenreductie en efficiency voordelig wordt geacht om taken zélf uit te voeren in plaats van deze uit te besteden. Voorbeelden van dergelijke zelfadministerende pensioenfonds zijn ABP, PGGM en Unilever Pensioenfonds "Progress".

Aan de andere uiterste zijde van het continuüm zien we een onderne- mingspensioenfonds dat optreedt voor één werkgever en diens werknemers, bestuurd door twee bestuursleden, zonder verdere ondersteuning binnen de eigen pensioenfondsorganisatie. Dit pensioenfonds laat zich bijstaan door een consultant teneinde advies te krijgen voor actuariael beleid en beleggingsdeskundigheid en voor de selectie van één of meer hulppersonen. Die hulppersonen worden door het pensioenfonds belast met het ver- mogensbeheer en de pensioenadministratie. Een aldus georganiseerd pensioenfonds zal ik hierna aanduiden als een "separaat werkend" pen- sioenfonds.

Tussen deze twee uitersten bestaan tal van tussenvormen. De belangrijkste "tussenvorm" in Nederland is het bedrijfstakpensioenfonds of het onder- nemingspensioenfonds dat alle taken uitbesteedt aan een verzelfstandigde managementorganisatie die (nagenoeg) uitsluitend werkzaam is voor het desbetreffende pensioenfonds. Deze managementorganisatie is veelal een dochtermaatschappij van het pensioenfonds of, wat we zien bij enkele on- dernemingspensioenfonds, een dochtermaatschappij van de desbetref- fende onderneming. Voorbeelden daarvan zijn het pensioenfonds voor de bedrijfstak Spoorwegen dat de pensioenadministratie en het vermogens- beheer heeft opgedragen aan Spf Beheer B.V. en het ondernemingspen- sioenfonds van Shell dat eenzelfde contractuele relatie heeft met Shell Pen- sioenfonds Beheer B.V. Daarnaast zijn er managementorganisaties die zijn ingericht door een groot pensioenfonds of een onderneming en die daar- naast bereid zijn soortgelijke diensten uit te voeren in opdracht van andere pensioenfonds. Schootse Poort B.V., dochtermaatschappij van Philips en managementorganisatie van Philips Pensioenfonds, is daarvan een voorbeeld.

Bij de keuze van de organisatievorm - zelfadministrerend of separaat werkend - spelen aspecten van civielrechtelijke aansprakelijkheid en "governance" een belangrijke rol.

Door het pensioenvermogen en de managementorganisatie onder te brengen in verschillende rechtspersonen geniet het pensioenvermogen meer bescherming; het is moeilijk verhaal te nemen op het pensioenvermogen indien de managementorganisatie schade toebrengt aan derden, bijvoorbeeld bij de administratie van pensioenen of bij de uitvoering van het beleggingsbeleid.

Wat de governance betreft leeft de opvatting dat het bestuur van een pensioenfonds andere bekwaamheden vergt dan de leiding van organisaties die belast zijn met specialistische werkzaamheden zoals de administratie van pensioenen dan wel vermogensbeheer.<sup>121</sup> Teneinde voor alle kerntaken de hoogste graad van expertise te verkrijgen kan het nuttig zijn de uitvoering van en verantwoordelijkheid voor die taken in verschillende rechtspersonen te organiseren. Daarmee kunnen tevens schaalvoordelen worden beoogd, zoals kostenreductie en grotere efficiency. Daar staat als nadeel tegenover dat bedoelde tussenvormen onmiddellijk aanleiding geven tot belangentegenstellingen, "agency-effecten" en "agency-costs". De beheersing daarvan is niet eenvoudig. Dat is bij uitstek het geval indien het pensioenfonds zich bevindt in het uiteinde van het continuüm, waarbij nagenoeg alle taken worden uitbesteed aan commercieel opererende dienstverleners die tegen zo hoog mogelijke fees bereid zijn opdrachten te aanvaarden van zoveel mogelijk cliënten.

Hoe het ook zij, voor alle pensioenfondsen en alle managementorganisaties geldt dat zij in meer of mindere mate taken uitbesteden aan derden. Indien een managementorganisatie daartoe overgaat is er in relatie tot het pensioenfonds (en in de terminologie van de PVK) sprake van "hoofduitbesteding" en "onderuitbesteding".<sup>122</sup>

---

121 Vgl. De Koning (1999) en Oosenbrug (1999). Nader over het onderwerp "governance" in hoofdstuk 6.

122 Vgl. de toelichting bij artikel 1 van de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, Stcrt. nr. 20. Zie ook de toelichting bij artikel 2 van de Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.



### 2.10.3 Omvang van de uitbesteding

De omvang van de uitbesteding door een pensioenfonds varieert van de reiniging van de kantoren tot de uitbesteding van alle kerntaken. De mate van uitbesteding vergt een analyse van de kansen en bedreigingen die met die uitbesteding samenhangen. De "kansen" houden in de regel verband met verbetering van kwaliteit, kostenbeheersing en/of rendement. De "bedreiging" schuilt in de vraag of het bestuur van een pensioenfonds in staat is zijn wettelijke verantwoordelijkheid te dragen voor het functioneren van het pensioenfonds indien kerntaken worden uitbesteed.<sup>123</sup> Daarbij komt aan de orde of het een bedrijfsproces betreft dat materiële invloed kan hebben op de financiële prestaties, financiële positie, continuïteit en/of integriteit van het pensioenfonds. In dat geval dient de uitbesteding met bijzondere waarborgen te zijn omgeven.<sup>124</sup> Vormen van uitbesteding die de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds voor de organisatie en beheersing van bedrijfsprocessen en het toezicht daarop kunnen ondermijnen, worden door de PVK niet toegestaan. Mijns inziens veronderstelt deze regel dat het pensioenfonds bepaalde "kernfuncties" in zijn eigen organisatie bezet moet hebben met terzake gekwalificeerd personeel, om bedoelde verantwoordelijkheid te kunnen dragen. De PVK verduidelijkt echter niet om welke functies het naar haar inzien gaat; kennelijk wordt het aan het pensioenfonds zélf overgelaten om dat te bepalen.<sup>125</sup>

Bij de omvang van de uitbesteding is het nuttig een onderscheid te maken tussen beleidsvoorbereiding, beleidsbepaling (besluitvorming) en uitvoering. Met het oog op de vele vormen van uitbesteding maakt de PVK

---

123 Ik kom daarop terug in § 6.9.2 in het kader van de discussie over "governance".

124 Vgl. de eisen vermeld in de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, Stcrt. nr. 20.

125 Vgl. Artikel 3 Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen d.d. 22 januari 2004, Stcrt. nr. 20. De toelichting noemt als voorbeelden (i) de "interne-audit-functie, indien een pensioenfonds over een dergelijke functie beschikt" (sic, RHM) en (ii) de financiële administratie en verantwoording die niet mogen worden uitbesteed aan de controlerend externe accountant van het pensioenfonds. Het eerste voorbeeld wordt blijkbaar niet beschouwd als een essentiële functie voor alle pensioenfondsen; het tweede voorbeeld betreft volgens mij niet zozeer een verbod op uitbesteding van die activiteit doch een verbod op uitbesteding aan die persoon (de externe accountant), teneinde de objectiviteit van de controle en de onafhankelijkheid van de externe accountant te kunnen waarborgen.

daarenboven een nader onderscheid tussen de bepaling van *het* beleid en de bepaling van het *dagelijkse* beleid.<sup>126</sup>

De vaststelling van het beleid, dat wil zeggen, de besluitvorming omtrent het door het pensioenfonds te voeren "langetermijn- of strategisch beleid inzake de algemene uitvoering van diens werkzaamheden" kan niet worden uitbesteed. Die is voorbehouden aan het statutaire bestuur van het pensioenfonds.

De bepaling van het dagelijkse beleid, de beleidsvoorbereiding en de uitvoering kunnen wel worden uitbesteed. Onder het dagelijkse beleid verstaat de PVK "de besluitvorming omtrent het door het pensioenfonds te voeren beleid inzake de dagelijkse uitvoering van diens werkzaamheden". De PVK staat uitdrukkelijk toe dat de bepaling van het dagelijkse beleid door het bestuur kan worden opgedragen aan personen binnen de organisatie van het pensioenfonds (bijvoorbeeld aan een directie) of wordt uitbesteed aan een dochtermaatschappij of een derde, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.<sup>127</sup> Die voorwaarden betreffen mogelijkheden tot beheersing, beïnvloeding en bijsturing, hetzij krachtens een intern stuk zoals een directiestatuut, dan wel een overeenkomst tot uitbesteding. Daarin worden ook de taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden opgenomen van respectievelijk de directie, de dochtermaatschappij of de derde.

Ten aanzien van de beleidsvoorbereiding en uitvoering volgt uit de door de PVK geformuleerde beleidsregels dat uitbesteding is toegestaan. Dit sluit aan bij de praktijk van veel pensioenfondsen.

## **2.11 Samenvatting**

Het pensioen is een periodieke uitkering die de financiële gevolgen verlicht van de derving van inkomsten in verband met het bereiken van een bepaalde leeftijd, arbeidsongeschiktheid of overlijden. Het pensioenrecht is een arbeidsvoorwaarde en heeft een beloningskarakter; zijn bestemming is te voorzien in het levensonderhoud van een gedefinieerde groep personen.

---

126 Vgl. de definities in artikel 1 van de Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.

127 Vgl. de toelichting bij de artikelen 1 en 2 van de Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.

## *Hoofdstuk 2*

Het vermogen dat dient om het pensioen te verzekeren wordt bijeengebracht in een rechtspersoon - een pensioenfonds - met het oogmerk een gedefinieerde groep van personen te kunnen voorzien van een pensioenverzekering.

De PSW onderscheidt verschillende categorieën (pensioen)fondsen. In dit onderzoek komen uitsluitend het bedrijfstakpensioenfonds en het ondernemingspensioenfonds aan de orde. Het initiatief tot oprichting van een pensioenfonds vloeit voort uit het overleg over arbeidsvoorwaarden tussen werkgevers en werknemers respectievelijk hun belangenorganisaties.

De rechtsverhouding tussen de werkgever, het pensioenfonds en de werknemer wordt beheerst door de pensioenovereenkomst. Verdedigbaar is dat de nabestaanden, gewezen echtgenoot of partner van de werknemer partij worden bij de pensioenovereenkomst op grond van een daarin opgenomen derdenbeding.

Het hoofdbestanddeel van de pensioenovereenkomst regelt de pensioenaanspraak die de werkgever en de werknemer (respectievelijk hun belangenorganisaties) zijn overeengekomen, alsmede de financiering daarvan.

De pensioenovereenkomst heeft verzekeringsrechtelijke trekken. Het pensioen onderscheidt zich echter van een verzekering door de inbedding in de arbeidsverhouding en zijn "collectieve" karakter, tot uiting komend in zogeheten solidariteitscriteria. Een ander verschil is dat de pensioenverzekering in de regel uitmondt in een loongerelateerd, geïndexeerd pensioeninkomen; een product dat niet wordt aangeboden door een verzekeringsmaatschappij in de zin van de Wtv 1993. Als gevolg van deze verschillen heeft een pensioenfonds een andere verplichtingenstructuur dan een verzekeraar. Daarbij hoort een ander beleggingsbeleid. Dit vormt voldoende rechtvaardiging om het pensioenfonds aan een ander fiscaalrechtelijk en toezichtrechtelijk regime te onderwerpen dan een verzekeringsmaatschappij.

Uit de pensioenovereenkomst, in samenhang met de PSW, blijkt welke taken en verantwoordelijkheid bij het pensioenfonds berusten.

Een pensioenfonds is werkzaam voor verscheidene categorieën van belanghebbenden. Die worden aangeduid als:

- deelnemer: degene voor wie gelden in het pensioenfonds worden bijeengebracht, op basis van een bestaand dienstverband;

- slaper: degene wiens *opbouw* van pensioenrechten wordt gestaakt met behoud van premievrije rechten (in de regel als gevolg van beëindiging van het dienstverband). De slaper verkrijgt een premievrije aanspraak op pensioen;
- gewezen deelnemer: eenieder van wie de deelneming is geëindigd, ongeacht door welke oorzaak;
- gepensioneerde: de gewezen deelnemer wiens pensioen is ingegaan;
- overige belanghebbenden: eenieder die nu of in de toekomst rechten tegenover het pensioenfonds geldend kan of zou kunnen maken, met uitzondering van de (gewezen) deelnemer zélf.

In dit onderzoek hanteer ik het begrip "belanghebbenden" als verzamelbegrip voor diegenen die bij het pensioenfonds in economische zin betrokken zijn: de (gewezen) deelnemers, de slapers, de gepensioneerden en de "overige belanghebbenden", waaronder begrepen de werkgever(s). De term "begunstigden" reserveer ik voor diegenen die (nu of te zijner tijd) in hun levensonderhoud geheel of gedeeltelijk van het pensioenfonds afhankelijk zijn; dat zijn de belanghebbenden (zoals hiervoor gedefinieerd), *met uitzondering van de werkgever(s)*.

Toekomstige wijzigingen in de financieringsverhoudingen tussen de werkgever(s) en het pensioenfonds kunnen leiden tot de conclusie dat werkgever(s) geen relevant economisch belang meer heeft bij de financiële resultaten van het pensioenfonds. Vanaf dat moment verdient zijn positie als één van de "overige belanghebbenden" heroverweging.

Pensioenregelingen worden onderscheiden in twee typen; enerzijds "defined benefit", waarbij aan de werknemer een *pensioen* wordt toegezegd dat gerelateerd is aan zijn salaris en dienstduur en anderzijds "defined contribution", waarbij de werkgever een pensioen*premie* toezegt waarmee een pensioen kan worden verkregen. Defined benefit kan verder worden onderscheiden in middelloonregeling en eindloonregeling.

De nakoming van de pensioenverplichtingen moet in Nederland worden gefinancierd volgens het systeem van kapitaaldekking. De bezittingen van een pensioenfonds tezamen met de verwachte inkomsten, dienen toereikend te zijn om de pensioenverplichtingen te dekken. *De facto* vindt de financiering voor het grootste deel plaats uit de beleggingsopbrengsten.

De risicoverdeling in bestaande pensioenregelingen behoeft verbetering. Thans is in veel gevallen onduidelijk of de voor- en nadelen van het financieringssysteem eerlijk verdeeld worden over de verschillende cate-

gorieën van belanghebbenden, waaronder toekomstige generaties. Die onzekerheden moeten weggenomen, primair in de onderhandelingen over arbeidsvoorwaarden tussen werkgevers en werknemers. Het pensioenfonds heeft daarin een eigen verantwoordelijkheid. Het zal ervoor moeten waken dat de uitkomst van de onderhandelingen billijk is voor *alle* belanghebbenden.

Het pensioenfonds heeft drie kerntaken: rechtenadministratie, vermogensbeheer, en informatieverstrekking. Het pensioenfonds mag deze taken zélf uitvoeren, met personeel dat in dienst is van het pensioenfonds. In dat geval spreken we over een zelfadministrerend pensioenfonds. Het pensioenfonds mag onder bepaalde voorwaarden zijn kerntaken uitbesteden. Een dergelijk pensioenfonds duid ik in dit onderzoek aan als een separaat werkend pensioenfonds. Uitbesteding kan uiteraard ook betrekking hebben op een gedeelte van de (kern)taken.

In Nederland zien we grofweg twee vormen van uitbesteding: aan een managementorganisatie die (nagenoeg) exclusief werkzaam is voor het desbetreffende pensioenfonds of aan een dienstverlener die zijn diensten op commerciële basis aanbiedt aan elke potentiële cliënt.

Door het pensioenvermogen en de managementorganisatie onder te brengen in verschillende rechtspersonen wordt het pensioenvermogen optimaal beschermd. De wens om scheiding aan te brengen tussen pensioenfonds en managementorganisatie kan ook voortkomen uit de opvatting dat het bestuur van een pensioenfonds andere bekwaamheden vergt dan pensioenadministratie of vermogensbeheer. Daar staat als nadeel tegenover dat uitbesteding aanleiding geeft tot belangentegenstellingen, "agency-effecten" en "agency-costs" die niet eenvoudig zijn te beheersen.

## HOOFDSTUK 3

### HET PENSIOENFONDS ALS FIDUCIARIS

#### 3.1 Inleiding

Het pensioenfonds vervult een waarborgfunctie. Aan het pensioenfonds wordt vermogen toevertrouwd om veiligheidsredenen. Veilig vanuit goederenrechtelijke optiek (het vermogen als verhaalsobject voor schuldeisers van belanghebbenden) en om obligatoire redenen (eisen die gelden voor een betrouwbare pensioenadministratie en zorgvuldig vermogensbeheer). Op grond van goederenrechtelijke en obligatoire overwegingen werd ook onder het Romeinse recht vermogen aan een ander ter beschikking gesteld. De daarvoor geschikte rechtshandeling was de *fiducia*. In dit hoofdstuk wil ik aannemelijk maken dat de relatie tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden kenmerken heeft van een fiduciaire rechtsverhouding die tot de Romeinsrechtelijke *fiducia cum amico* kan worden herleid. Ik zal de betekenis van deze rechtsfiguur uiteenzetten en een beschrijving geven van enkele verschijningsvormen in het Nederlandse recht. Daaruit zal blijken dat een fiduciaire rechtsverhouding dikwijls gepaard gaat met lastgeving. Voor een pensioenfonds lijkt dat eveneens te gelden. Vervolgens zal blijken dat er parallellen zijn tussen de *fiducia*, het pensioenfonds en de Anglo-Amerikaanse trust. Die parallellen rechtvaardigen om het trustrecht te raadplegen teneinde de taak en verantwoordelijkheid van het pensioenfonds als fiduciaris te concretiseren. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 7 van dit onderzoek.

#### 3.2 Het pensioenfonds als veilige haven

Werkgevers en werknemers zijn verplicht de gelden die bestemd zijn voor de pensioenverzekering af te zonderen in een voor dat doel opgerichte rechtspersoon, een pensioenfonds.<sup>1</sup> Voorkomen moet worden dat dit

---

<sup>1</sup> Het door artikel 2 lid 4 PSW geboden alternatief - het sluiten van een overeenkomst

vermogen kan dienen tot verhaal voor de schuldeisers van werkgevers en werknemers. Bovendien moeten werkgevers en werknemers tegen zichzelf in bescherming worden genomen; tegen de neiging om het door hen afgezonderde vermogen te besteden voor een ander doel dan de pensioenvoorziening. Op het pensioenfonds rust de verantwoordelijkheid te bewerkstelligen dat het vermogen zo goed mogelijk beantwoordt aan zijn bestemming.

Vanuit deze achtergrond eiste reeds de eerste wettelijke regeling van "personeelsfondsen" dat het vermogen moest worden afgescheiden van het vermogen van de werkgever. Voorts moest de (algehele) beschikkingsmacht worden onttrokken aan de werkgever.<sup>2</sup> Deze "beschermingsbepalingen" zijn verder uitgewerkt in de Pensioen- en spaarfondsenwet van 15 mei 1952.<sup>3</sup> Ik citeer Tulfer:

"De centrale doelstelling van de Pensioen- en Spaarfondsenwet (...) is het beschermen van de pensioenrechten van werknemers. Met het oog daarop gaat de wet uit van grondbeginselen met verschillende invalshoeken. De voor pensioen bijeengebrachte gelden en de opbrengsten daarvan worden beschermd tegen financiële problemen van de werkgever. De werkgever is niet verplicht een toezegging omtrent pensioen te doen; is echter eenmaal een pensioenregeling getroffen dan wordt de continuïteit ervan beschermd doordat de werkgever zich in het algemeen niet eenzijdig aan zijn premiebetalingsplicht kan onttrekken. Pensioenrechten zijn doorgaans niet afkoopbaar; hiermee wordt de werknemer tegen zichzelf beschermd. Bij verandering van dienstbetrekking heeft de werknemer recht op overdracht van de pensioenreserve aan de regeling van de nieuwe werkgever. De rechten van de echtgenoot van de (gewezen) werknemer worden beschermd tegen aantasting (...). Pensioenfondsen moeten een financieel en actuair verantwoord opzet hebben, waarop door de Verzekeringskamer toezicht wordt gehouden. De rechthebbenden moeten in voldoende mate invloed kunnen uitoefenen op het beheer van het fonds."

Gelet op deze doelstelling van de PSW is het verstandig en noodzakelijk het pensioenvermogen onder te brengen in een voor dat doel opgerichte rechtspersoon. Hiermee wordt niet alleen het faillissementsrisico van de werkgever geëlimineerd doch wordt tevens een krachtige partij betrokken bij de instandhouding en uitvoering van de pensioenovereenkomst. Dit biedt de individuele werknemer bescherming tegen de veel machtiger werkgever. Immers, indien de pensioenovereenkomst een tweepartijenovereenkomst zou zijn tussen werkgever en werknemer, zou de laatste het

---

met een verzekeraar ter verkrijging van een zogeheten B- of C-polis - laat ik in dit onderzoek buiten beschouwing.

2 Vgl. Tulfer (1997), nr. 16 en aldaar aangehaalde wetgeving.

3 Stb. 275.

grote risico lopen dat in de arbeidsrelatie druk wordt uitgeoefend om het lange termijn belang bij een goede pensioenregeling op te offeren ten gunste van korte termijn liquiditeits- of solvabiliteitsoverwegingen van de werkgever. De werknemer wordt gelijktijdig tegen zichzelf in bescherming genomen. Zo mag het pensioenfonds slechts toestemmen in afkoop van pensioenrechten indien de afkoopsom ertoe strekt elders pensioenaanspraken te verkrijgen.<sup>4</sup> De PSW legt de uitvoering van de pensioenregeling mede daarom in handen van een derde partij - het pensioenfonds - die wettelijk een zekere bevoogdende rol krijgt toegemeten. Het moet voorkomen dat de werkgever(s) en werknemers hun korte termijn belangen laten prevaleren over het lange termijn belang van een solide financiële voorziening ingeval van pensionering, invaliditeit of overlijden.

Werkgever(s) en werknemers hebben een groot financieel belang bij de wijze waarop het pensioenfonds zich van deze taak kwijt. Zo wordt de financiële ruimte voor een ruimhartige pensioenregeling voor een groot deel bepaald door het rendement op de beleggingen van het pensioenfonds. Dit is mede afhankelijk van de kwaliteit van het door het pensioenfonds gevoerde vermogensbeheer.<sup>5</sup>

Het pensioenfonds fungeert zodoende als een soort bewaarder én beheerder; een rentmeester zo men wil.<sup>6</sup> De voor de pensioenvoorziening bestemde gelden worden onttrokken aan de beschikkingsmacht van zowel de werkgever, de werknemers als hun crediteuren en komen in de macht van het pensioenfonds.

Wordt daarmee het doel van de wetgever - het veiligstellen van in uitzicht gestelde pensioenrechten - in alle gevallen bereikt? Helaas is dat niet het geval, onderkende reeds de wetgever in 1950:

---

4 Artikel 32b PSW.

5 Vgl. bijvoorbeeld Bovenberg (2003), p. 584-586. Bovenberg berekent dat een daling van het rendement met ca. 45 basispunten (0,45%) in termen van financiering van het pensioen overeenstemt met een jaar langer werken.

6 Voor zover ik kan nagaan heeft het begrip "rentmeester" geen vastomlijnde betekenis. Volgens de Kluwer Databank komt het begrip alleen voor in de Wet van 16 maart 1971, Stb. 159 ("Wet op het Kroondomein"). Het domein (dat zijn de zaken die Koningin Wilhelmina aan de Staat heeft geschonken) wordt beheerd door een rentmeester. De burgerlijke vruchten van het domein worden door hem (her)belegd. Er lijkt een zekere fiduciaire verhouding te bestaan tussen de rentmeester enerzijds en de Kroondrager en de Staat anderzijds. De rentmeester wordt benoemd en ontslagen door "de Kroondrager". De rentmeester voert als een goed huisvader het beheer over het domein. De rentmeester is jegens de Kroondrager en de Staat persoonlijk aansprakelijk terzake van het gevoerde beheer. Zie ook Lukas 16:1-13.



### Hoofdstuk 3

"Betekent nu het tot stand komen van een wettelijke regeling dat voortaan teleurstellingen in de gewekte verwachtingen geheel achterwege zullen blijven? Die conclusie mag men niet trekken. Wanneer de ondernemer, die op zich genomen heeft een deel der pensioenpremie te betalen, onmachtig is daarmee voort te gaan, dan zal natuurlijk het pensioen lager uitvallen dan aanvankelijk verwacht werd. Maar voorkomen kan worden, dat b.v. bij faillissement van de onderneming de voor pensioen bestemde gelden in de boedel vallen omdat zij niet een afzonderlijk vermogen vormden. Aldus zal wat voor pensioen bestemd was, voor pensioen besteed worden. Wordt verder door preventief toezicht bevorderd, dat statuten en reglementen datgene behelzen, wat men inderdaad en welbewust beoogt, en wordt door regelmatige controle gewaakt tegen ontsporingen, dan zullen grote verbeteringen op dit gebied niet uitblijven. Reeds het ter hand nemen van deze materie door de Overheid in 1936 heeft in de kringen der ondernemingspensioenfondsen menigeen de ogen geopend voor de gevaren, welke tevoren niet of niet voldoende scherp werden gezien. Tussen toen en nu is duidelijk een wijziging ten goede te bemerken."<sup>7</sup>

De financiële middelen bestemd voor de pensioenvoorziening worden aan het pensioenfonds "overgedragen" met het doel deze te beheren.<sup>8</sup> Het pensioenfonds moet het vermogen beheren en vrucht laten dragen. De burgerlijke vruchten in de zin van artikel 3:9 lid 2 BW zijn eveneens onderworpen aan het beheer.

Niet alleen het vermogen wordt aan het pensioenfonds toevertrouwd doch ook de uitvoering van de pensioenregeling. Het pensioenfonds moet zorgdragen voor de incasso van de pensioenpremies en de excasso van de pensioengelden, alsmede voor de administratie van de individuele pensioenrechten.

Al deze activiteiten verricht het pensioenfonds in economische zin niet voor zichzelf. Het heeft geen eigen financieel belang bij de wijze waarop het zijn taak vervult. Alle financiële voor- en nadelen komen ten goede respectievelijk ten laste van de andere partijen bij de pensioenovereenkomst: de werkgever(s) en de werknemers. De prestaties van het pensioen-

---

7 Kamerstukken II, 1730, nr. 3.

8 Dit is geen overdracht in strikt juridische zin. De werkgever en de belanghebbenden betalen premie aan het pensioenfonds ter nakoming van een contractuele verbintenis die wettelijk wordt versterkt (artikel 3 lid 2 PSW). Van een overdracht zou sprake kunnen zijn in uitzonderingssituaties, bijvoorbeeld indien aan het pensioenfonds bij oprichting een "startkapitaal" wordt toevertrouwd bestaande uit een beleggingsportefeuille die voordien aan de werkgever of aan een ander pensioenfonds toebehoorde. Een voorbeeld is het pensioenfonds van PTT dat in 1989 werd opgericht. Het kreeg bij de oprichting staatsleningen ter waarde van f 4 miljard overgedragen door het toenmalige Algemeen burgerlijk pensioenfonds. Dit vermogen diende om de pensioenverplichtingen te dekken van ca. 100.000 medewerkers die van een staatsbedrijf overgingen naar een geprivatiseerde onderneming.

fonds raken de werkgever(s) en de werknemers direct in hun vermogen; zij beïnvloeden de hoogte van de bijdrageplicht en de hoogte van de pensioenvoorziening. De relatie tussen het pensioenfonds en de werkgever(s) en de werknemers vertoont kenmerken van een fiduciaire rechtsverhouding die herleid kan worden tot de *fiducia cum amico*.

### 3.3 Romeinsrechtelijke fiducia

De fiducia vindt zijn oorsprong in het Romeinse recht. Noordraven definieert de fiducia als volgt:

"een eigendomsoverdracht om niet, waarbij de ontvanger, de *fiduciarius*, zich verplicht op behoorlijke wijze voor de ontvangen zaken te zorgen en deze - eventueel onder bepaalde voorwaarden - ofwel in volle eigendom terug te leveren aan de oorspronkelijke overdrager, de fiduciant, ofwel op andere wijze uit zijn macht te laten gaan."<sup>9</sup>

Het Romeinse recht kende - ten minste - twee vormen van de fiducia, de *fiducia cum amico* en de *fiducia cum creditore*.<sup>10</sup> Onder de tweede vorm werd verstaan de overdracht van een zaak aan een schuldeiser, die deze zaak als eigenaar kon gebruiken, onder de verplichting haar aan de schuldenaar terug te geven wanneer deze aan zijn verplichtingen had voldaan, de eigendomsoverdracht tot zekerheid.

Met de *fiducia cum amico* werd (i) de vertrouwensrelatie aangeduid tussen een opdrachtgever en zijn vertrouwenspersoon. Tevens werd daaronder verstaan (ii) de rechtshandeling waarbij een goed aan een ander werd overgedragen.<sup>11</sup> De oudste vorm van de fiducia betrof de overdracht van een gehele *familia* aan een vriend. Deze kreeg de opdracht voor de periode van afwezigheid van de fiduciant de taken en bevoegdheden van de *pater familias* waar te nemen.<sup>12</sup> Dit stelde bijzondere eisen aan de persoon van de *fiduciarius*, gelet op de absolute rechten die de *pater familias* kon uitoefenen over de aan hem onderworpen personen en zaken (echtgenote, kinderen, eigendom van slaven en zaken).<sup>13</sup>

---

9 Noordraven (1988) p. 2, 270 en 433.

10 Noordraven (1988), p. 435 stelt dat er géén grond is om aan te nemen dat er slechts twee verschijningsvormen van de fiducia zijn.

11 Vgl. Uniken Venema (1991), p. 2-3 en Asser-Mijnssen-De Haan (2001), nr. 469.

12 Lokin (1999), p. 113.

13 Vgl. Noordraven (1988), p. 3 en p. 433; Kaser/Wubbe (1971), p. 135 en p. 294-303; Lokin (1999), p. 63-65.

Beide aspecten (vertrouwensrelatie en rechtshandeling) komen tot uitdrukking ingeval iemand voor langere tijd op reis ging en zijn zaken afstond aan een ander om ervoor te zorgen.<sup>14</sup> Een andere reden kon zijn de sociale of politieke omstandigheden die de fiduciant in het vooruitzicht had. Wanneer hij onteigening vreesde, bijvoorbeeld in tijden van oorlog, kon hij zijn grond overdragen aan een machtiger vriend die niet bloot stond aan dat risico. Bij de vriend waren de goederen in veilige haven. Zo schreef Gaius:

"Doch daar de fiducia hetzij met een schuldeiser wordt aangegaan ter wille van een (soort) pandrecht, hetzij met een vriend, *opdat daardoor onze zaken bij hem veiliger zouden zijn ...*"<sup>15</sup>

Na het voorbijgaan van de gevaarlijke tijden diende de fiduciaris de grond terug te geven aan de fiduciant.<sup>16</sup> Dit was een wezenlijk element van de fiducia: het in de fiduciaris gestelde vertrouwen dat deze te zijner tijd conform de afspraak afstand zou doen van de verkregen eigendom.<sup>17</sup>

Hoewel de vertrouwenspersoon juridisch de macht had zonder enige beperking over de toevertrouwde zaken te beschikken - als ware hij eigenaar - diende hij niettemin persoonlijke verplichtingen in acht te nemen jegens de opdrachtgever. Die verplichtingen vloeiden voort uit de *fides* (de trouw aan het gegeven woord) en het *pactum fiduciae*. Als hij deze verplichtingen schond kon de opdrachtgever de *actio fiduciae* tegen hem instellen. Indien deze actie leidde tot een veroordeling van de fiduciaris bracht dit *infamia* (eerloosheid) met zich mee.<sup>18</sup> Het gevolg was dat hij niet langer bevoegd was bepaalde processuele handelingen te verrichten of bepaalde publieke ambten kon bekleden. Dit legde een extra druk op de fiduciaris om het in hem gestelde vertrouwen niet te beschamen.<sup>19</sup>

Aan de fiduciaris behoorden alle eigenaarsbevoegdheden, met dien verstande dat de aan de fiduciaris overgedragen zaken, de *res fiduciariae*, een

---

14 Vgl. het voorbeeld gegeven bij Asser-Mijnssen-De Haan (2001), nr. 469.

15 G. II, 60: "Sed cum fiducia contrahitur aut cum creditore pignoris iure aut cum amico, quo tutius nostrae res apud eum esset ...." Het citaat is afkomstig uit Stein (1992), p. 4, cursivering RHM. Zie ook Lokin (1999), p. 113.

16 Noordraven (1988), p. 58 jo. 52; Lokin (1999), p. 113.

17 Noordraven (1988), p. 1.

18 Het gevolg was dat hij niet langer bevoegd was bepaalde processuele handelingen te verrichten of bepaalde publieke ambten kon bekleden, vgl. Kaser/Wubbe (1971), p. 77.

19 Noordraven (1988), p. 2-3.

aparte plaats in zijn vermogen innamen. De fiduciaris was niet bevoegd zijn eigendomsrecht ten aanzien van de toevertrouwde zaken onbeperkt uit te oefenen. Zo mocht hij die zaken niet vervreemden indien hij daardoor de op zich genomen hoofdverplichting tot teruggave van de zaak niet zou kunnen nakomen. Ook bleef de fiduciant gerechtigd tot de vruchten van de overgedragen zaak; de fiduciaris was gehouden alle uit de *res fiduciariae* verkregen voordelen af te dragen aan of te verrekenen met de fiduciant.<sup>20</sup>

De hoofdverplichting van de fiduciaris hield in dat hij met de aan hem toevertrouwde zaak moest doen hetgeen was afgesproken bij de overdracht. Dat kon zijn: de teruglevering van bijvoorbeeld een slaaf aan de fiduciant, de vrijlating van een ontvangen slaaf, of iets anders, bijvoorbeeld de doorlevering van de toevertrouwde zaak aan een derde. Noordraven stelt vast dat over deze hoofdverplichting weinig bronnenmateriaal voorhanden is.<sup>21</sup>

Op de fiduciaris rustte een zorgplicht. Hij moest ervoor zorgen dat de toevertrouwde zaken in beginsel ongeschonden bewaard bleven. De fiduciaris die de hem overgedragen zaken slecht verzorgde kon door de fiduciant aansprakelijk worden gesteld met de *actio fiduciae*. Op de fiduciaris rustte een schuldaansprakelijkheid.<sup>22</sup> De schuldaansprakelijkheid werd gemotiveerd door het gegeven dat niet alleen de fiduciant doch ook de fiduciaris een belang had bij de overgedragen zaak, hetgeen in het bijzonder tot uitdrukking kwam in de *fiducia cum creditore*. Illustratief is onderstaande tekst die weliswaar primair betrekking had op de aansprakelijkheidsverdeling bij de overeenkomst van bruikleen (*commodatum*) doch die ook gold voor de fiducia:

"Met betrekking tot in bruikleen ontvangen zaken moet worden ingestaan voor een dusdanige zorg, als een bijzonder zorgzaam huisvader voor zijn zaken aan de dag legt, en wel zo dat hij slechts voor die voorvallen niet instaat, waartegen hij zich niet kan verzetten, zoals het overlijden van slaven, dat geschiedt zonder dat het aan zijn dolus of culpa is te wijten, een invasie van rovers of vijanden, een overval van piraten, schipbreuk, brand of het weglopen van slaven, waarvan het niet gebruikelijk is dat zij

---

20 Noordraven (1988), p. 270 jo. 439 en 441. Deze verplichting was uiteraard in de eerste plaats van toepassing bij de *fiducia cum creditore*. Noordraven neemt aan dat zij ook gold voor andere gevallen van fiducia, vgl. p. 281.

21 Noordraven (1988), p. 269. Vgl. ook Kaser/Wubbe (1971), p. 118, 119.

22 Noordraven (1988), p. 271-277. Noordraven laat zien hoe deze aansprakelijkheid in de loop der eeuwen is verruimd: van een aansprakelijkheid slechts voor dolus naar de verdergaande culpa - aansprakelijkheid.

### Hoofdstuk 3

worden bewaakt. (...) En dit is zo, wanneer een zaak slechts in het belang van de ontvanger is uitgeleend. Maar als het in beider belang is, bijvoorbeeld wanneer wij een gemeenschappelijke vriend te eten hebben uitgenodigd en jij de zorg daarvoor op je hebt genomen en ik tafelzilver aan jou te leen heb gegeven, dan vind ik weliswaar bij sommigen geschreven, dat jij slechts voor dolus moet instaan, maar bekeken moet worden of niet ook voor culpa moet worden ingestaan, op die manier dat de vraag of van culpa sprake is op dezelfde wijze wordt beoordeeld, als waarop dat pleegt te geschieden bij zaken die in fiducia of in dos zijn gegeven."<sup>23</sup>

De fiducia schiep ook verplichtingen voor de fiduciant. Hij moest de fiduciaris vrijwaren voor de onkosten die gemoeid waren met de zorg voor en de instandhouding of de verbetering van de overgedragen zaak. De fiduciaris kon deze kosten terugvorderen met de *actio fiduciae contraria*, mits die kosten in een redelijke verhouding stonden tot de oorspronkelijke waarde van de zaak. De fiduciaris moest zorgdragen dat de aan hem overgedragen zaken in de oorspronkelijke staat aan de fiduciant konden worden teruggegeven. De fiduciaris zou zijn zorgplicht schenden indien hij onnodige kosten zou maken die een belemmering konden vormen om de fiduciant te herstellen in zijn eigendomsrecht. De *actio fiduciae contraria* kon ook worden ingesteld om schade te verhalen die de fiduciaris als gevolg van de fiducia heeft geleden. Een bekend voorbeeld is de aan de fiduciaris overgedragen slaaf die de fiduciaris besteelt, terwijl de fiduciant ten tijde van de overdracht met dit risico bekend was.<sup>24</sup>

#### 3.4 Fiducia in het Nederlandse recht

De *fiducia cum amico* en de *fiducia cum creditore* kregen in het vóór 1992 geldende recht erkenning door de rechtspraak. Laatstgenoemde figuur (de eigendomsoverdracht tot zekerheid) werd door de Hoge Raad aanvaard in het Bierbrouwerijarrest van 25 januari 1929, NJ 1929, 616. In het kader van

---

23 D. 13.16.18, geciteerd bij Noordraven (1988), p. 278-279. In de vertaling bij Lokin (1999), p. 204, dient door de bruiklener "een zorgvuldigheid aan de dag [te] worden gelegd als iedere allerzorgvuldigste *pater familias* voor zijn eigen zaken aanwendt". Zie ook Lokin (1999), p. 252 waar hij citeert uit de Justiniaanse Instituten: "De bruiklener is (...) natuurlijk wel gehouden nauwgezette zorg ter bewaking van de zaak in acht te nemen en het is niet voldoende dat hij zo'n mate van zorgvuldigheid aan de dag gelegd heeft als hij voor zijn eigen zaken aan de dag pleegt te leggen, indien althans een ander, nauwgezet iemand de zaak wèl had kunnen behouden: maar voor overmacht en buitengewone omstandigheden is hij niet aansprakelijk, als hij die omstandigheden tenminste niet aan zichzelf te wijten heeft."

24 Noordraven (1988), p. 326-330.

dit onderzoek laat ik het fiduciaire zekerheidsrecht verder buiten beschouwing. Voor een nadere uiteenzetting, relevante literatuur en jurisprudentie verwijs ik naar Asser-Mijnssen-De Haan.<sup>25</sup>

Kenmerkend voor een fiduciaire rechtsverhouding is de scheiding tussen de juridische gerechtigdheid ("eigendom") en het economische belang. In het gros van de situaties komt de waardeontwikkeling en het restrisico van een goed voor rekening van diegene aan wie het goed juridisch toebehoort. Dit is anders in een fiduciaire relatie, waarbij het goed juridisch toebehoort aan een ander dan de economische belanghebbende.<sup>26</sup> De juridisch gerechtigde (de fiduciaris of trustee) bekleedt ten opzichte van de financieel belanghebbenden een vertrouwenspositie; het goed wordt aan hem overgedragen in het vertrouwen dat hij het goed zal aanwenden in overeenstemming met een aan hem gegeven opdracht.<sup>27</sup> De fiduciaris heeft de macht om dit vertrouwen te beschamen. Hij is in staat het goed te gebruiken voor een ander doel dan waarvoor het hem is gegeven, bijvoorbeeld voor eigen financieel gewin. De fiduciaris geniet echter het vertrouwen van de economisch belanghebbenden dat hij dat niet zal doen.<sup>28</sup>

De fiducia cum amico kreeg erkenning door de Hoge Raad in zijn arrest van 14 juni 1929, NJ 1929, 1434, W. 12009 (BUMA).

De casus was als volgt. Het Bureau voor Muziekauteursrecht had ten doel de exploitatie van muziekwerken ten behoeve van de bij de organisatie aangesloten gerechtigden "in dier voege, dat het Bureau de exploitatie hunner rechten van hen overneemt en te hunnen behoeve doch op eigen naam overeenkomsten sluit met degenen, die de werken wenschen uit te voeren, zoodat de gerechtigden zelve niet in eenige rechtsverhouding tot deze komen te staan doch alleen te maken hebben met het Bureau als hun trustee". Het Bureau bezat geen rechtspersoonlijkheid. Vervolgens werd opgericht een vereniging met rechtspersoonlijkheid onder de naam Bureau

---

25 Asser-Mijnssen-De Haan (2001), nrs. 472-482.

26 De hier bedoelde context maakt duidelijk dat op deze plaats "belanghebbende" een ruimere betekenis heeft dan de "belanghebbende" zoals gedefinieerd in het vorige hoofdstuk (degenen die enig economisch belang hebben bij de prestaties van het pensioenfonds), vgl. § 2.4.

27 Aan de fiduciaire verhouding behoeft niet noodzakelijk een overdracht ten titel van beheer door de belanghebbende ten grondslag te liggen. De beheerder kan rechtstreeks verkrijgen van een derde, vgl. Uniken Venema (1991), p. 25, 26. Denkbaar is ook dat het goed als burgerlijke vrucht ontstaat in het vermogen van de fiduciaris.

28 Vgl. Heyman (1994), p. 6.

### Hoofdstuk 3

voor Muziekauteursrecht ("BUMA"). Het was de bedoeling dat voortaan deze vereniging de auteursrechten zou exploiteren. Met het oog daarop sluit Loman, in zijn hoedanigheid van directeur van het Bureau, een overeenkomst met BUMA, met de bedoeling vorderingen die voortvloeien uit die exploitatie (abonnementsgelden en schadevergoeding, te betalen door ene De Boer) aan BUMA over te dragen. In cassatie bestrijdt De Boer dat de overdracht aan BUMA een geoorloofde oorzaak heeft; dat BUMA geen vordering heeft verkregen "omdat de gecedeerde vordering niet toekwam aan de cedenten, daar het Bureau, dat, naar verweerster zelve stelde, rechtens geen bestaan had, rechten uit het contract niet kon overdragen, en hij - de Boer - niet heeft gecontracteerd de personen, die als cedenten zijn opgetreden (...)."

De Hoge Raad verwerpt het cassatieberoep. Hij overweegt dat het de bedoeling was van Loman en BUMA:

"de vorderingen, die Loman als trustee had, over te dragen op het hem als trustee vervangend nieuwe Bureau;  
dat in deze - rechtens geoorloofde - strekking de overeenkomst haar oorzaak vindt, en niet is in te zien waarom zoodanige overeenkomst niet zou opleveren een rechtsgeldigen titel voor een overgang van vorderingen, die Loman wel op eigen naam doch ten behoeve van andere belanghebbenden had, op het nieuwe Bureau, dat daarmede tevens de verplichting op zich nam de gelden, die het uithoofde van de vorderingen zou innen, af te dragen aan die belanghebbenden;"

In zijn annotatie stelt Scholten vast:

"Het arrest bevat (...) een erkenning van de fiduciaire rechtshandeling, waarbij iemand aan een anderen rechten overdraagt om deze in eigen naam maar ten behoeve van den overdrager uit te oefenen (...). Indien *in deze verhouding* de vertegenwoordiger (trustee) door een ander wordt vervangen en dientengevolge de trustee de rechten, die hij *als zoodanig* had (dus op eigen naam maar ter wille van derden), aan zijn opvolger overdraagt, dan *heeft* de overdracht een oorzaak, beslist de H.R. m.i. terecht."

Sindsdien zijn in Nederland tal van rechtsfiguren tot stand gebracht die gekenmerkt worden door een scheiding van juridische eigendom en economisch belang en waarin aspecten van de *fiducia cum amico* tot uiting komen. Telkens is daarbij een "tussenpersoon" betrokken aan wie het goed juridisch toebehoort en die de eigenaarsbevoegdheden uitoefent in het belang van een ander. In dit verband wordt veelal gesproken over eigendom "ten titel van beheer" of eigendom "ten titel van bewaring". Begrippen

waarmee hetzelfde tot uitdrukking wordt gebracht zijn eigendom "ten behoeve van", "in het belang van" of "voor rekening van" een ander.

De aanduiding "fiduciare overdracht" kan worden gebruikt voor de rechtshandeling waarbij de splitsing tussen "eigendom" en financieel of economisch belang tot stand wordt gebracht. Het resultaat daarvan is dat een "beheer(s)verhouding" ontstaat. Enkele voorbeelden van zodanige "beheerverhoudingen" zijn:

- de beleggingsinstelling, waarbij de bewaarder of de beleggingsmaatschappij eigenaar is "ten titel van bewaring" voor de participanten (de beleggers) in de beleggingsinstelling;<sup>29</sup>
- de beleggersgiro, een rechtspersoon die gerechtigd is tot het vermogen van een beleggingsinstelling, voor rekening van een veelheid van participanten (beleggers). De participanten hebben op hun beurt vorderingen "luidende in effecten" jegens de beleggersgiro;<sup>30</sup>
- certificering, de rechtshandeling waarbij degene aan wie een vermogensbestanddeel juridisch toebehoort, met een ander overeenkomt dat hij dit vermogensbestanddeel (mede) voor rekening van die ander zal houden, waardoor die ander het recht verkrijgt te delen in de opbrengst van dit vermogensbestanddeel;<sup>31</sup>
- cessie ter incasso waarbij vorderingen worden verkocht en de verkoper het insolventierisico draagt. Indien een vordering niet inbaar blijkt heeft de verkrijger regres op de verkoper;<sup>32</sup>
- de notaris die in zijn hoedanigheid van opdrachtnemer van een cliënt gelden ontvangt op de in zijn naam aangehouden kwaliteitsrekening;<sup>33</sup>
- de rechtspersoon te wiens naam zekerheidsrechten worden gevestigd die deze uitoefent in het belang van een veelheid van crediteuren;<sup>34</sup>
- de lasthebber die op eigen naam doch voor rekening van de lastgever rechten verkrijgt of deze uitoefent.<sup>35</sup>

---

29 Vgl. artikel 1 onder a. en b. Wtb.

30 Vgl. artikel 1 onder h. NRpt 2002. Nader over dit onderwerp Van 't Westeinde en Maatman (1999).

31 Vgl. artikel 3:259 BW. Nader over dit onderwerp De Jong (1998); Van 't Westeinde en Maatman (1998); Maatman (1998a).

32 Vgl. Rongen (1996), p. 269-270.

33 Vgl. Faber (1996).

34 Vgl. Meesters (1996); Rongen (1999).

35 Afdeling 7.2 BW, de artikelen 7:414-424 BW. Nader hierover Leijten (1996). Een aantal beheerverhoudingen wordt uitvoerig beschreven in Uniken Venema en Eisma (1990). Zie ook Uniken Venema (1984), p. 548-549; Kortmann en Verhagen (1999).



De redenen die ten grondslag liggen aan dergelijke "beheerverhoudingen" zijn door Uniken Venema als volgt samengevat:

- de wens van de opdrachtgever om op de achtergrond te blijven;
- de bijzondere deskundigheid of hoedanigheid van de in te schakelen tussenpersoon;
- het karakter van de betrokken goederen; en
- de wens rekening te houden met bepaalde rechten of belangen van derden.

De beheerverhouding kan gepaard gaan met een vertrouwensrelatie, in die zin dat sprake is van een *persoonlijke* vertrouwensband tussen de fiduciaris en de economisch belanghebbende(n). Die vertrouwensband kan meer of minder hecht zijn, zij kan gebaseerd zijn op subjectieve overwegingen (het vertrouwen in een persoonlijke vriend) op of objectieve gronden (vertrouwen in een rechtspersoon met een betrouwbare organisatie, een "ao/ic" die de goedkeuring heeft van een accountant). In sommige situaties kan de vertrouwensband non-existent zijn; zij is geen wezenskenmerk van een beheerverhouding.<sup>36</sup> Denk bijvoorbeeld aan een Stichting Derdengelden die door een advocaat wordt opgericht met enkel het oogmerk zijn persoonlijk faillissementsrisico te elimineren.

Het huidige BW lijkt fiduciaire verhoudingen te verbieden. Artikel 3:84 lid 3 BW bepaalt dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid of die de strekking mist het goed na de overdracht in het vermogen van de verkrijger te doen vallen, geen geldige titel van overdracht van dat goed is. Deze bepaling doet de eigendomsoverdracht tot zekerheid zoals we die onder het oude recht kenden in de ban. Artikel 3:84 lid 3 BW staat echter geenszins in de weg aan de *fiducia cum amico*. Deze rechtsfiguur biedt de grondslag voor zowel een eigendomsoverdracht als het tot stand brengen van een vertrouwensrelatie; het vormt onderdeel van de *fiducia* dat de fiduciaris "eigenaarsbevoegdheden" verkrijgt die hij moet uitoefenen in overeenstemming met persoonlijke verplichtingen die hij is aangegaan jegens de opdrachtgever.

Waar artikel 3:84 lid 3 BW spreekt over een rechtshandeling die de strekking heeft het goed te laten overgaan "in het vermogen van de verkrijger" moet dit kennelijk aldus worden verstaan dat het goed *juridisch* moet worden overgedragen aan de verkrijger om nietigheid te voorkomen.

---

<sup>36</sup> Uniken Venema (1990), p. 20-23. Zie ook Uniken Venema (1985), p. 764.

Het artikel verhindert derhalve niet dat de overdrager het economisch belang behoudt bij het overgedragen goed of dat de verkrijger gebonden is aan obligatoire beperkingen. De goederenrechtelijke macht die de fiduciaris over het desbetreffende goed verkrijgt mag derhalve onderworpen worden aan obligatoire beperkingen.

Het economische belang kan van zodanige betekenis zijn dat het overgedragen goed economisch tot het vermogen van de vervreemder blijft behoren en hij het daarom op zijn balans moet verantwoorden.<sup>37</sup> Dit komt overeen met de thans algemeen aanvaarde interpretatie van artikel 3:84 lid 3 BW. Er is een geldige titel van (eigendoms)overdracht indien de verkrijger alle goederenrechtelijke bevoegdheden verkrijgt die het recht aan "de eigendom" verbindt, bijvoorbeeld de macht om het goed te bezwaren en daarover te beschikken. Artikel 3:84 lid 3 BW vormt geen bedreiging voor een fiduciaire relatie waarin de verkrijger *niet* profiteert van het genot, de vruchten en/of de waardeverandering van het goed. Deze mogen op obligatoire gronden voor rekening komen van de vervreemder of een derde.<sup>38</sup>

Het bovenstaande spoort met de strekking van artikel 3:84 lid 3 BW zoals die door de minister, in navolging van W. Sniijders, is uiteengezet bij de totstandkoming van de Invoeringswet.<sup>39</sup> Het "fiduciaverbod" treft slechts die overdrachten die de verkrijger niet volledig beschikkingsbevoegd maken of die het overgedragen goed niet in zijn voor verhaal van zijn schuldeisers vatbare vermogen laten vallen.<sup>40</sup> Of het mogelijk is daarvan een sprekend voorbeeld te geven is de vraag. Wellicht moeten we daarom concluderen dat artikel 3:84 lid 3 BW, voor zover het betrekking heeft op de *fiducia cum amico*, zinledig is.<sup>41</sup>

---

37 In gelijke zin Faber (1996), p. 231: "Art. 3:84 lid 3 BW heeft mijns inziens slechts betrekking op de vraag of de rechtsverhouding die door partijen als titel aan een overdracht ten grondslag wordt gelegd, de strekking heeft de verkrijger *in goederenrechtelijk opzicht* rechthebbende van de overgedragen goederen te maken. Het is niet nodig dat ook het economisch belang bij de verkrijger komt te rusten."

38 Vgl. Asser-Mijnssen-De Haan (2001), nr. 474. In gelijke zin: Kortmann en Verhagen (1999), p. 196; Faber (1996), p. 231-232.

39 MvA II, Parl. Gesch. Inv. Boek 3, p. 1200 en W. Sniijders in Eisma en Uniken Venema (1991), p. 72.

40 Zie onder meer Asser-Mijnssen-De Haan (2001), nr. 474; Heyman (1994), p. 6; Kortmann (1994), p. 19; Faber (1996), p. 227-230.

41 Vgl. Stein (1992), p. 11-15.

### 3.5 Fiducia cum amico en opdracht

Beheerverhoudingen gaan in de regel gepaard met lastgeving, een beheer-opdracht.<sup>42</sup> In § 3.3 bleek dat dit reeds het geval was bij de Romeinsrechtelijke fiducia. Voor "moderne" beheerverhoudingen geldt dit evenzeer. Denk aan de verkoper van een woning die aan de notaris opdracht geeft op eigen naam doch voor rekening van de verkoper de verkoopprijs in ontvangst te nemen, of de belegger die aan de (aanbieder van) een beleggersgiro opdracht geeft om op eigen naam doch voor rekening van de belegger participaties te verwerven in een beleggingsinstelling.<sup>43</sup>

Een lastgeving kan ook "op zichzelf" leiden tot een beheerverhouding. Zo kan ik vanuit mijn Italiaanse vakantieverblijf opdracht geven aan mijn broer in Nederland om op zijn naam doch voor mijn rekening een bod uit te brengen op een postzegelverzameling tijdens een executoriale verkoop en, in geval van toewijzing, de levering van deze verzameling op eigen naam te aanvaarden.

Als de beheerverhouding gepaard gaat met lastgeving zijn de artikelen 7:415-423 BW van toepassing. Bovendien zijn die artikelen krachtens de schakelbepaling van artikel 7:424 BW van overeenkomstige toepassing op andere overeenkomsten dan lastgeving krachtens welke de ene partij verplicht of bevoegd is voor rekening van een ander rechtshandelingen te verrichten, voor zover de strekking van de betrokken bepaling in verband met de aard van de overeenkomst zich daartegen niet verzet.<sup>44</sup>

Deze bepaling heeft belangrijke consequenties. Zij stelt opdrachtgever en opdrachtnemer in staat aan hun rechtsverhouding een zekere derdenwerking te verlenen. Aan de last kan privatieve werking worden verleend, waardoor de lastgever voor de duur van de overeenkomst de bevoegdheid verliest om zélf de bevoegdheden uit te oefenen die hij heeft toegekend aan de lasthebber. Deze uitsluiting aan derden worden tegengeworpen, indien zij de uitsluiting kenden of behoorden te kennen.<sup>45</sup> Voorts kan de lastgever de voor overgang<sup>46</sup> vatbare rechten die de lasthebber jegens derden heeft,

---

42 Uniken Venema (1990), p. 1.

43 Van 't Westeinde en Maatman (1999), p. 253-257.

44 Nader hierover Asser-Kortmann (1994), nrs. 158-167; Pitlo-Du Perron (1995); Van der Grinten (1993); Du Perron (1999), p. 61-71.

45 Artikel 7:423 lid 1 BW.

46 Te lezen als: "voor *overdracht* vatbare rechten". Vgl. Faber (1996), p. 240.

op zich doen overgaan, ingeval de lasthebber zijn verplichtingen niet nakomt of in staat van faillissement geraakt.<sup>47</sup>

### 3.6 Het pensioenfonds en de fiducia cum amico

Het pensioenfonds kan worden aangemerkt als een fiduciaris. Beide aspecten van de *fiducia cum amico* komen in zijn positie tot uitdrukking, zowel de rechtshandeling als de vertrouwensrelatie.

Hij is eigenaar "ten titel van beheer" krachtens de *rechtshandeling* waarbij een goed (vermogen) juridisch in zijn vermogen vloeit; het pensioenfonds verkrijgt onvoorwaardelijk eigendom (althans juridische gerechtigdheid), zonder goederenrechtelijke beperkingen.<sup>48</sup> Dit geldt voor de premies die aan het pensioenfonds worden afgedragen, de daarmee tot stand gebrachte beleggingen én de beleggingsresultaten. Dat is niet strijdig met het karakter van een fiduciaire verhouding; de eigenaar ten titel van beheer kan het goed rechtstreeks verkrijgen van een derde, waarna hij dit vervolgens beheert voor de belanghebbenden.<sup>49</sup>

Aldus vertoont het pensioenfonds enige gelijkenis met een beleggingsinstelling, zowel uit een oogpunt van eigendomsverhoudingen als feitelijke werkzaamheid. Ik verwijs naar § 1.3 waar ik het beleggen door een pensioenfonds heb aangeduid als middel om vermogensgroei op collectieve basis te bewerkstelligen. In economische zin belegt het pensioenfonds, net als de beleggingsinstelling, voor gemeenschappelijke rekening.<sup>50</sup>

Tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgevers is tevens sprake van een *vertrouwensrelatie* waaruit wettelijke (PSW) en obligatoire verplichtingen voortvloeien (krachtens statuten en reglementen). In de PSW wordt de vertrouwensrelatie tussen het pensioenfonds enerzijds en de werkgever(s) en de werknemers anderzijds niet gedetailleerd uitgewerkt. Niettemin is de vertrouwenspositie van het pensioenfonds niet vreemd aan de PSW. In artikel 2 lid 5 PSW legt de wetgever op de werkgever de verplichting zorg

---

47 Artikel 7:420 BW. Het spiegelbeeld daarvan is artikel 7:421 BW. Dit artikel stelt een derde met wie de lasthebber heeft gecontracteerd in staat om rechten die de lasthebber jegens de lastgever heeft op zich te doen overgaan, in geval de lasthebber zijn verplichtingen niet nakomt of in staat van faillissement geraakt.

48 Behoudens nadere rechtshandelingen die het pensioenfonds met betrekking tot bepaalde vermogensbestanddelen heeft verricht.

49 Uniken Venena (1990), p. 25-26.

50 Voor het verband tussen de fiduciaire verhouding, lastgeving en beleggingsinstelling zie Snijders (1993), p. 236-238 en 240-243.

### Hoofdstuk 3

te dragen dat "degene, aan wie hij de uitvoering van de pensioen-toezegging heeft *toevertrouwd*" de overeengekomen financiële bijdrage (de pensioenpremie) ontvangt. In artikel 2 lid 7 PSW wordt het pensioenfonds in relatie tot de werkgever in dezelfde bewoordingen aangeduid.

De voor een fiduciaire relatie typische scheiding tussen macht en belang komt tot uitdrukking in de wettelijke omschrijving van het pensioenfonds. In artikel 1 PSW wordt het ondernemings- respectievelijk bedrijfstakpensioenfonds omschreven als het fonds waarin gelden worden bijeengebracht ten bate van personen die aan de onderneming verbonden zijn, respectievelijk in de bedrijfstak werkzaam zijn, strekkende tot verzekering van pensioen.<sup>51</sup> Door het bijeenbrengen van de gelden in het pensioenfonds verkrijgt deze de eigenaarsbevoegdheden die hij moet uitoefenen "ten bate van" (dat wil zeggen: *in het belang van of voor rekening van*) anderen.

De positie van het pensioenfonds als eigenaar ten titel van beheer komt tot uitdrukking in de beantwoording van kamervragen door de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid:

"Vraag is of IAS 19 in voldoende mate rekening houdt met het uitgangspunt in de Nederlandse situatie dat het pensioenkapitaal en eventuele reserves daarin niet van de onderneming zijn maar van het pensioenfonds (= van de betrokken sociale partners gezamenlijk)."

Ondanks de juridische onvolkomenheid die schuilt in het "="-teken geeft dit antwoord wél een juist beeld van de voor een pensioenfonds kenmerkende scheiding tussen eigenaarsbevoegdheden en economisch belang.<sup>52</sup>

In de Nederlandse rechtsliteratuur is weinig geschreven over de positie van het pensioenfonds als fiduciair eigenaar. In 1933 zag Nauta de mogelijkheid om pensioenvermogen te onttrekken aan het faillissementsrisico van de onderneming "door zekere waarden te brengen onder het beheer van *eenen trustee*, welke die kan houden als derde-pandhouder ten behoeve dergenen, die pensioenaanspraken kunnen doen gelden."<sup>53</sup> Uniken Venema ziet gelijkenis tussen bepaalde trustverhoudingen en de rechtsverhouding

---

51 Artikel 1 onder b. en c. PSW.

52 Beantwoording van Kamervragen 1422 (Aanhangsel van de Handelingen 2002-2003). Nader over IAS: Van Dijk (2002); Klaassen (2003).

53 Nauta (1933), p. 10.

tussen pensioenfonds en deelnemers.<sup>54</sup> Kortmann en Verhagen geven een beschrijving van de *fiducia cum amico* die, wat de eigendom- en beheerverhoudingen betreft, voor een belangrijk deel overeenstemt met de juridische werkelijkheid bij een pensioenfonds.<sup>55</sup>

Lutjens erkent dat het pensioenfonds eigenaar is krachtens een fiduciaire verhouding, doch hij legt geen verband met het andere element van de *fiducia cum amico*, te weten de vertrouwensrelatie:

"Men kan wel betogen dat het pensioenvermogen in economische zin ten goede behoort te komen aan de collectiviteit van werknemers. De rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de deelnemer zou dan als een fiduciaire verhouding kunnen worden beschouwd. Een fiduciaire verhouding is aanwezig indien iemand in juridisch-technische zin rechthebbende van een goed is, terwijl dat goed in economische zin aan een ander ten goede komt. De deelnemersverhouding bezien als fiduciaire verhouding voldoet materieel aan de omschrijving van de - in het Engels-Amerikaanse recht bekende - rechtsfiguur "trust". Een trust is een rechtsverhouding, krachtens welke iemand, aan wie een subjectief recht toekomt, verplicht is dit aan te wenden ten behoeve van een ander of ter behartiging van een van te voren bepaald abstract doel. Dit past op hetgeen een pensioenfonds laat zien: het fonds beheert het pensioenvermogen ten behoeve van de werknemers met het oog op het nakomen van de pensioenverplichtingen. Ook in deze gedachtengang blijft het pensioenfonds nochtans juridisch de eigenaar van het vermogen."<sup>56</sup>

### 3.7 Het pensioenfonds als fiduciaris van de werkgever

In § 2.4 heb ik de werkgever aangeduid als één van de belanghebbenden bij het pensioenfonds. In § 2.8.1 bleek het economische belang dat de werkgever heeft bij de financiële prestaties van het pensioenfonds. Vanwege deze betrokkenheid moet het pensioenfonds mijns inziens worden

---

54 Vgl. Uniken Venema (1988), p. 348: "De krachtens pensioenverzekeringen en spaarregelingen plaatsvindende uitkeringen van pensioen- en spaarstichtingen zijn te vergelijken met andere contractueel overeengekomen uitkeringen, die door stichtingen eveneens kunnen worden gedaan, zónder in botsing te geraken met het wettelijke uitkeringsverbod. Ik denk hier bijvoorbeeld aan de niet zeldzame gevallen waarin een stichting optreedt als 'administratiekantoor', met betrekking tot aan haar in eigendom toebehorende effecten waarvoor certificaten zijn uitgegeven. (...) Ik denk verder aan andere gevallen, waarin een stichting zich contractueel verbindt om op te treden als 'trustee' en om de inkomsten die worden ontvangen uit de 'trustgoederen' 'uit te keren' aan degene die de goederen aan de stichting 'in trust' heeft gegeven, of eventueel aan bepaalde daartoe aangewezen derden." Vgl. ook Pitlo-Raaijmakers (2000), nrs. 843-844.

55 Kortmann en Verhagen (1999), p. 196-198.

56 Lutjens (1989), p. 526-527.

beschouwd als een fiduciaris die mede optreedt ten behoeve van de werkgever.

Deze benadering is in de praktijk niet algemeen gangbaar. Het is gebruikelijk het pensioenfonds aan te merken als beheerder ten behoeve van de begunstigten, vanuit de gedachte dat het pensioenfonds hun moet voorzien van een periodieke uitkering als gevolg van het intreden van het risico van ouderdom, overlijden of arbeidsongeschiktheid. De idee dat pensioen kan worden aangemerkt als "uitgesteld loon" past eveneens bij die gedachtegang.

Het staat buiten kijf dat het zwaartepunt van het financieel belang bij het in het pensioenfonds afgezonderde vermogen ligt bij de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden. De verdeling van het belang kan nader worden bepaald op basis van de financieringsovereenkomst respectievelijk de statuten en reglementen van het pensioenfonds. Zelfs indien de werkgever zich ongelimiteerd verplicht om financieel bij te dragen, zou ik willen aannemen dat het zwaartepunt van het economisch belang nog steeds berust bij de begunstigten. Het pensioenvermogen blijft immers onder alle omstandigheden een doelvermogen, bestemd om nu of te zijner tijd te voorzien in het levensonderhoud van de begunstigten. Voorts is de waarde van een onbeperkte bijdrageplicht betrekkelijk; er zijn slechts weinig werkgevers met een verwaarloosbaar insolventierisico. Bovendien zien wij dat de financiële risico's die samenhangen met de financiering van de pensioenverplichtingen verschuiven in de richting van de begunstigten. De werkgever wil zich steeds meer immuniseren tegen de beleggingsresultaten van het pensioenfonds, onder meer als gevolg van de verslaggevingsregels als bedoeld in IAS 19.<sup>57</sup> Dat neemt echter niet weg dat het thans in de regel nog zo is dat ook de werkgever ten minste *enig* economisch belang heeft bij de prestaties van het pensioenfonds.

Bij een defined contribution-regeling is de financiële betrokkenheid van de werkgever betrekkelijk gering. De werkgever fourneert zijn aandeel in de bijdrageplicht en daarmee is, bij een defined contribution-regeling in zijn uiterste verschijningsvorm, de kous af. Vervolgens komt het beleg-

---

57 Vgl. § 2.8.1. Zie ook de Kamervragen 1422 (Aanhangsel van de Handelingen 2002-2003) waarbij met betrekking tot de wijzigingen in de pensioenregeling van AKZO aan de Minister van Financiën en staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid wordt gevraagd of zij de mening delen "dat het onwenselijk is dat het beleggingsrisico volledig (...) wordt doorgeschoven van de onderneming naar de werknemers (...)".

gingsrisico voor rekening van de deelnemer; hij moet afwachten of de bijdrage van de werkgever toereikend is voor het gewenste "pensioenresultaat".

Bij de in Nederland (thans nog) gebruikelijke defined benefit-regelingen is de betrokkenheid van de werkgever echter veel groter. De pensioentoezegging houdt doorgaans in dat de deelnemer die een arbeidsverleden heeft van 40 jaren een pensioeninkomen kan verwerven van maximaal 70% van het laatst verdiende loon. Voorts kan de toezegging meebrengen dat het pensioenfonds elk jaar het pensioen dient te verhogen met de gestegen kosten van levensonderhoud ("indexatie"). Om deze verplichtingen te dekken dient het pensioenfonds te beschikken over een toereikende dekkingsgraad. Het probleem van eventuele onderdekking (tekortschietend vermogen) kan worden opgelost door verhoging van de bijdrageplicht, verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd, wijziging van het pensioensysteem (van eindloon naar middelloon), voorwaardelijk maken of afschaffen van de indexatie en zelfs ook korting op de nominale rechten van de gepensioneerden.<sup>58</sup> Bij elke oplossing zal in de regel ook een financiële bijdrage van de werkgever worden gevraagd.

De verschillende varianten komen uiteindelijk neer op de vraag voor wiens rekening de overschotten respectievelijk tekorten komen van het pensioenfonds.<sup>59</sup> In Nederland zijn voorbeelden van ondernemingen die garanderen dat het ondernemingspensioenfonds in staat zal zijn de pensioentoezegging te voldoen. Die garantie is primair bedoeld voor het geval het pensioenfonds in problemen raakt, doch zij heeft ook consequenties in goede tijden. Als het pensioenfonds beschikt over aanzienlijk meer vermogen dan redelijkerwijs nodig is om aan zijn verplichtingen te voldoen (overdekking) kan de financiële bijdrageplicht worden opgeschort ("premium holiday") en is het zelfs denkbaar dat het pensioenfonds vermogen "teruggeeft" aan de onderneming. Naar de mate waarin de met de pensioenregeling gemoeide lasten en baten voor rekening komen van de werkgever heeft deze "meer of minder" te gelden als belanghebbende bij het pensioenfonds.

Hommen, CFO van Philips en bestuursvoorzitter van het Philips-pensioenfonds, bracht de financiële betrokkenheid van de werkgever als volgt onder woorden:

---

58 Vgl. artikel 7 lid 1 onder i. PSW.

59 Vgl. De Lange (2001), p. 100-102 en De Lange (2000).



### Hoofdstuk 3

"Indien de belangen van de pensioenfondsen via de accounting-regels verweven zijn (of worden) met de belangen van de ondernemingen wier pensioenregeling zij uitvoeren, heeft dat gevolgen voor zowel de pensioenfondsen, als de ondernemingen. Bij de ondernemingen ontstaat de behoefte invloed uit te oefenen op het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen. Bij de pensioenfondsen ontstaat de noodzaak om rekening te houden met de gevolgen van het beleggingsbeleid voor de financiële korte termijn positie van de ondernemingen. Immers, als het beleggingsbeleid van een fonds, dat een lange termijn horizon heeft, ertoe leidt dat de financiële positie van de gelieerde onderneming op korte termijn in gevaar komt, is dat een gegeven waar het pensioenfondsbestuur niet omheen kan. Het is één van de factoren geworden waarmee rekening gehouden dient te worden bij het bepalen van het beleggingsbeleid van het fonds. Een factor bovendien, die het behalen van een optimaal beleggingsrendement op lange termijn bemoeilijkt. Het is immers veel moeilijker op lange termijn een gunstig rendement te behalen indien ook nog rekening moet worden gehouden met de resultaten op korte termijn."<sup>60</sup>

Philips is geen uitzondering. Bij het gros van de pensioenregelingen in Nederland is sprake van een zekere voortdurende financiële betrokkenheid van de werkgever. Dat geldt zowel voor pensioenregelingen die worden uitgevoerd door bedrijfstakpensioenfondsen als ondernemingspensioenfondsen. Mij lijkt dat het pensioenfonds naast fiduciaris van de begunstigden in die gevallen tevens moet worden aangemerkt als fiduciaris van de werkgever(s).<sup>61</sup> Tezamen heb ik hen daarom gerangschikt onder de definitie van belanghebbenden.<sup>62</sup> Dat betekent *niet* dat ik van mening ben dat het belang van de werkgever gelijkwaardig is aan het belang van de begunstigden. Gelet op de doelstelling van de pensioenvoorziening zal het

---

60 Toespraak op 18 maart 2003 ter gelegenheid van het afscheid van D. Snijders, directeur van Schootse Poort Pensioen- en Vermogensbeheer B.V. (de verzelfstandigde uitvoeringsorganisatie van Philips Pensioenfonds). Zie ook § 2.8.1.

61 Vgl. Niken Venema (1988), p. 344: "Ook de betrokken 'werkgever' kan - tezamen met de deelnemer en de betrokken pensioenstichting - als derde contractspartij betrokken zijn bij de pensioenregeling waaruit de pensioenaanspraken van de deelnemer en zijn eventuele nagelaten betrekkingen voortvloeien. Een dergelijke contractuele 'medepensioengebondenheid' van een werkgever kan bijvoorbeeld ontstaan op basis van de strekking van de 'pensioentoezegging' van de werkgever, waarop de pensioenverzekering bij het pensioenfonds is gebaseerd. De pensioentoezegging van de werkgever kan namelijk inhouden dat de werkgever náást de pensioenstichting een eigen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid blijft dragen voor de nakoming van de pensioenverplichtingen (de pensioentoezegging kan óók inhouden dat de volle verantwoordelijkheid voor de pensioenregeling zal gaan berusten bij de pensioenstichting en dat de werkgever te dier zake niet verder aansprakelijk is dan - ten opzichte van de pensioenstichting - tot de betaling van de door de werkgever verschuldigde premies).

62 Zie hiervoor in § 2.4.

pensioenfonds mijns inziens voorrang moeten geven aan het belang van de begunstigden, indien dat in de gegeven omstandigheden conflicteert met het belang van de werkgever.<sup>63</sup> Ten aanzien van de beleggingen van het pensioenfonds is in de Pensioenrichtlijn expliciet opgenomen dat het belang van de begunstigden prevaleert. Artikel 18 lid 1 bepaalt dat "de activa worden belegd in het belang van de deelnemers en de pensioenge-rechtigden". In geval van "mogelijke tegenstrijdige belangen" geschiedt de belegging *uitsluitend* in het belang van de deelnemers en de pensioenge-rechtigden (cursivering RHM).

### 3.8 Het pensioenfonds als opdrachtnemer

In § 3.5 schreef ik dat de *fiducia cum amico* c.q. een beheerverhouding in de regel gepaard gaat met een opdracht. Mijns inziens kan ook het pensioenfonds worden beschouwd als een opdrachtnemer c.q. lasthebber. De samenstellende delen van de opdracht zien we terug in de pensioentoezegging, de PSW, de statuten en de reglementen van het pensioenfonds.<sup>64</sup> Mogelijk bevat ook de financieringsovereenkomst tussen werkgever en pensioenfonds bepalingen van die strekking.<sup>65</sup> De woorden "opdracht" of "last" komen in deze context echter niet voor in de PSW.

Toch is de gedachte dat het pensioenfonds optreedt als opdrachtnemer niet nieuw. Kort na de inwerkingtreding van titel 7 Boek 7 in 1993 schreef Wessels dat de taak van een pensioenfonds kwalificeert als opdracht:

---

63 Hoe die opvatting zich verhoudt tot het Anglo-Amerikaanse trustrecht is niet geheel duidelijk. De trustee heeft een verplichting om elk belangenconflict uit de weg te gaan. Vgl. de toelichting bij Section 7 van de Uniform Management of public employee retirement systems act (1997): "A trustee (...) must act solely in the interests of participants and beneficiaries and set aside any interests of a party responsible for the trustee's appointment, such as an employer or union." Volgens het Department of Labor sluit de "solely in the interest rule" echter niet uit dat de trustee andere belangen in het oog houdt, zolang de begunstigden daardoor niet worden benadeeld. Vgl. Advisory Opinion 98-04A (May 28, 1998): de trustee van een *pension plan* mag met de beleggingen nevendoelestellingen realiseren, mits dit niet ten koste gaat van het risico/rendementsprofiel van deze beleggingen. Nader hierover Langbein & Wolk (2000), p. 820-825. Zie ook Verdam (rede 2003), nr. 37.

64 Blijkens artikel 7 lid 1 onder a. en b. PSW dienen in de statuten en reglementen van een pensioenfonds onder meer bepalingen te worden opgenomen betreffende de bestemming van het fonds en het beheer van het fonds. Vgl. het voorbeeld van de Philips pensioenregeling, opgenomen in § 2.6.

65 Vgl. artikel 3a PSW.

### Hoofdstuk 3

"De ruime omschrijving [van artikel 7:400 BW, RHM] brengt mee dat de taak van een (bedrijfs)pensioenfonds ook als een opdracht kan worden geduid, waarbij de opdrachtgever is de desbetreffende werkgever (die de toezegging door het fonds doet uitvoeren respectievelijk de bedragen door haar doet administreren, beheren en uitkeren).<sup>66</sup>

De SER geeft in zijn Advies Nieuwe Pensioenwet een beschrijving van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden en spreekt daarbij ook uitdrukkelijk over een opdrachtnemer-opdrachtgever relatie:

"In de verhouding werkgever-pensioenuitvoerder betekent het feit dat pensioen een arbeidsvoorwaarde is in essentie dat de werkgever(s) en werknemer(s) afspraken maken over (veranderingen in) de inhoud van de pensioentoezegging en dat de pensioenuitvoerder deze afspraken uitvoert, rekening houdend met wettelijke bepalingen, bijvoorbeeld in het kader van de medezeggenschap. Daarbij zou de relatie tussen de werkgever en het fonds ook omschreven kunnen worden als die tussen opdrachtgever en opdrachtnemer. Dit laat onverlet dat de pensioenuitvoerder een eigen verantwoordelijkheid heeft. Zo dienen pensioenfondsen zich bij de uitvoering te houden aan de bepalingen van de PSW, de voorschriften van de PVK, aan wat bepaald is in de eigen reglementen en de statuten en aan eventuele andere nationale en internationale wet- en regelgeving. Dit geldt in vergelijkbare mate voor verzekeraars. Zij zullen de toezegging dus moeten toetsen voordat deze wordt omgezet in een reglement."<sup>67</sup>

In navolging van het SER-advies heeft de regering aangekondigd dat in het ontwerp van een nieuwe Pensioenwet wordt opgenomen dat de werkgever het pensioenfonds zal voorzien van een "opdrachtbrief". In dit door werkgever(s) en pensioenfonds te ondertekenen document dient de partij die verantwoordelijk is voor de pensioentoezegging (de werkgever) met de pensioenuitvoerder te komen tot procedure-afspraken over onder meer "de omzetting van toezegging naar pensioenreglement." Voorts zou de opdrachtbrief alle afspraken moeten bevatten over het financiële verkeer tussen werkgever en pensioenfonds, dient daarin de verantwoordelijkheidsverdeling tussen werkgever, werknemer en pensioenuitvoerder te worden geëxpliciteerd en dienen daarin alle afspraken te worden weergegeven die partijen met elkaar hebben gemaakt met betrekking tot de wijze

---

66 Wessels (1993), p. 118-120.

67 SER (2001), p. 87.

waarop men tot besluitvorming komt, met inbegrip van besluiten omtrent indexering en wijziging van reglementen.<sup>68</sup>

De regering neemt de aanbeveling van de SER over om de deelnemersraad (als vertegenwoordigend orgaan van deelnemers en gepensioneerden) adviesrecht te geven bij de totstandkoming en wijziging van de opdrachtbrief.<sup>69</sup>

Wellicht hebben SER en de regering, toen zij kozen voor het woord "opdrachtbrief", niet de bedoeling gehad om de civielrechtelijke definitie van opdracht in artikel 7:400 BW zonder meer te transponeren naar de PSW.<sup>70</sup> Nietemin denk ik dat dit woordgebruik op zijn minst een bevestiging is van de wijze waarop de rechtsverhouding tussen werkgever en pensioenfonds intuïtief wordt geduid. Ook de aanduiding van het pensioenfonds als de "pensioenuitvoerder [die] tot taak heeft het pensioen uit te voeren conform de afspraken die daarover in het (collectieve) arbeidsvoorwaardenoverleg zijn gemaakt" past bij de gedachte dat het pensioenfonds kan worden beschouwd als een opdrachtnemer.<sup>71</sup>

De constatering dat het pensioenfonds werkzaam is op basis van een opdracht stelt ons in staat de rechten en verplichtingen van het pensioenfonds nader uit te werken op basis van de voor deze overeenkomst geldende wettelijke regeling. Ik zal dat doen in het volgende hoofdstuk. Daaraan vooraf wil ik in dit hoofdstuk de positie van de bij de opdracht betrokken partijen analyseren.

### **3.9 De bij de opdracht betrokken partijen**

De vraag rijst welke partijen hebben te gelden als opdrachtgever(s) van het pensioenfonds. Het lijkt geen twijfel dat in ieder geval de werkgever heeft

---

68 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1. Zie ook hoofdstuk 7 ("Verantwoordelijkheid van pensioenfondsen en verzekeraars voor naleving van wettelijke voorschriften") van SER (2001).

69 Vgl. artikel 6a PSW.

70 Tulfer (2002), p. 207 gaat er echter zonder meer van uit dat de opdrachtbrief "het rechtskarakter heeft van een overeenkomst van opdracht in de zin van artikel 7:400 BW."

71 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1. In de door mij geraadpleegde statuten van pensioenfondsen komt de opdracht niet expliciet tot uitdrukking. De statuten bevatten een taak die tot uitdrukking komt in de doelomschrijving: het verzekeren van pensioenuitkeringen etc. ter uitvoering van een pensioenovereenkomst en/of pensioenreglement. Die taak kan worden uitgelegd als een opdracht die voortvloeit uit de pensioenovereenkomst.

te gelden als opdrachtgever, want hij is "degene die verantwoordelijk is voor de pensioentoezegging".<sup>72</sup>

In § 2.5 bleek dat de betekenis van het begrip pensioentoezegging niet eenduidig is. Ik heb aangenomen dat de rechtsverhouding tussen de werkgever, het pensioenfonds en de werknemer beheerst wordt door de pensioenovereenkomst en dat daarin een derdenbeding is opgenomen ten gunste van de nabestaanden, gewezen echtgenoot of partner van de werknemer. De pensioenovereenkomst bevat een opdracht aan het pensioenfonds om de pensioentoezegging te "vertalen" in een pensioenreglement en uit te voeren overeenkomstig de eisen die voortvloeien uit de pensioenovereenkomst, het reglement en de PSW.

Moeten we aannemen dat de begunstigden hebben te gelden als opdrachtgevers?

Ik zou menen van niet. In het bijzonder bij een ondernemingspensioenfonds wijst de "logische volgtijdelijkheid" in de richting van de werkgever als opdrachtgever. Hij wil aan zijn werknemers een pensioentoezegging kunnen doen en geeft aan het pensioenfonds de opdracht daarvoor de infrastructuur te creëren. Doorgaans worden de begunstigden in een latere fase betrokken bij dit contract. Bovendien geldt dat de individuele werkgever in staat is invulling te geven aan de opdrachtgeversrol; de individuele begunstigde is dat niet. De gezamenlijke begunstigden kunnen dat evenmin; zij vormen een amorfe groep van moeilijk te identificeren personen die wisselt van samenstelling.<sup>73</sup>

Bij een bedrijfstakpensioenfonds kunnen de verhoudingen een nuance anders liggen indien werkgevers- en werknemersorganisaties tezamen overgaan tot oprichting het pensioenfonds en de opdracht verstrekken. Maar ook dan ligt het denk ik niet voor de hand om de individuele begunstigde als opdrachtgever te beschouwen.

Mijns inziens sluit deze interpretatie het beste aan bij artikel 2 lid 5 PSW, welk artikel bepaalt dat de *werkgever* de uitvoering van pensioentoezegging toevertrouwt aan het pensioenfonds. Ook de regering gaat in navolging van de SER uit van de veronderstelling dat het zwaartepunt van de "opdrachtbrief" ligt bij de werkgever:

---

72 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1. Zie ook het citaat van Wessels (1993) in § 3.8 van dit onderzoek.

73 Vgl. ook HR 20 februari 2004, RvdW 2004, 34 (Pensioenfonds DSM-Fox).

"de partij die verantwoordelijk is voor de toezegging, de werkgever, [komt] met de pensioenuitvoerder tot procedure-afspraken over onder meer de omzetting van toezegging naar pensioenreglement".

Uiteraard laat mijn opvatting onverlet dat de begunstigden, zonodig na aanvaarding van het derdenbeding, aanspraak kunnen maken op alle rechten die zij aan de pensioenovereenkomst kunnen ontlenuen.<sup>74</sup> Zij kunnen van het pensioenfonds verlangen dat het de verplichtingen nakomt die met de opdracht samenhangen.

Het bovenstaande leidt ertoe dat ik in het hiernavolgende de werkgever(s) zal aanmerken als opdrachtgever van het pensioenfonds. De opdracht ligt besloten in de pensioenovereenkomst die de rechtsverhouding tussen de werkgever, het pensioenfonds en de werknemer beheerst. De nabestaanden, gewezen echtgenoot of partner van de werknemer kunnen aan de pensioenovereenkomst de voor hen bedongen rechten ontlenuen. Zij hebben, na aanvaarding van het derdenbeding, te gelden als partij bij de pensioenovereenkomst en zij kunnen, evenals de werkgever, verlangen dat het pensioenfonds de aan hem gegeven opdracht uitvoert, voorzover die hen aangaat.

### **3.10 De fiducia cum amico als Nederlandse verschijningsvorm van de trust**

Anders dan de *fiducia cum creditore* is de *fiducia cum amico* in Nederland niet goed tot ontwikkeling gekomen.<sup>75</sup> Het is daarom niet altijd duidelijk of we met een rechtsverhouding van doen hebben die tot de *fiducia cum amico* kan worden herleid. Die kwalificatie komt tot stand op grond van een identificatieproces; een verzameling materiële kenmerken in een rechtsverhouding zoals die tot ons komt. Die verzameling is opgebouwd uit kenmerken van de Romeinsrechtelijke fiducia en andere rechtsfiguren die daarop gebaseerd of daaraan verwant zijn. Ik noem de Duitse Treuhand, de Anglo-Amerikaanse trust en andere rechtsfiguren die een sterke "vertrouwenscomponent" hebben zoals bewaarneming en opdracht.

---

74 De SER en de regering zijn vaag over de persoon van de opdrachtgever. Bij het ondernemingspensioenfonds wordt gesproken over de werkgever, bij het bedrijfstakpensioenfonds ook over "werkgever, c.q. sociale partners" en "werkgever (sociale partners)". Vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 1 en SER (2002), p. 9.

75 Snijders (1997), p. 98-99.

In dit onderzoek wil ik mij beperken tot de materiële kenmerken die we kunnen ontlenen aan het Nederlandse recht en aan de Anglo-Amerikaanse trust. Het Nederlandse recht kwam in het voorafgaande reeds uitgebreid aan de orde. In deze paragraaf wil ik enkele materiële kenmerken van de *fiducia cum amico* beschrijven die we kunnen ontlenen aan de trust.

Algemeen wordt aanvaard dat de *fiducia cum amico* zoals wij die in het Nederlandse recht kennen in veel opzichten gelijkenis vertoont met de Anglo-Amerikaanse trust.<sup>76</sup> Kortmann en Verhagen stellen vast dat in het Nederlandse recht de *fiducia cum amico* de figuur is die een bepaalde trust-verhouding (de *inter vivos* trust) het dichtst benadert.<sup>77</sup>

Er zijn veel pogingen ondernomen de trust te omschrijven. In die omschrijvingen zijn de belangrijke aspecten van de *fiducia cum amico* herkenbaar.<sup>78</sup> Kortmann signaleert dat schrijvers, in hun pogingen de trust te definiëren, soms verschillende accenten leggen. Uniken Venema benadrukt het *goederenrechtelijke* aspect: "de aanwijsbaarheid van bepaalde goederen die de zogenaamde trust-property (het trustvermogen) vormen en als zodanig zijn onderworpen aan een bijzonder trustrechtelijk regime [is] *het enige gemeenschappelijke kenmerk* dat eigen is aan alle trust-soorten". Hayton legt het accent veel meer bij de *obligatoire* verplichtingen van de trustee om zijn bevoegdheden met betrekking tot het trustvermogen uit te oefenen ten behoeve van de beneficiaries. Niet de verhouding van de trustee tot het trustvermogen staat voorop doch de relatie tussen de trustee en de beneficiary.<sup>79</sup>

De definitie in de Amerikaanse Restatement on Trusts (Second) sluit goed aan bij de *fiducia cum amico* zoals we die herkennen in een *pensioen-fonds*: "a fiduciary relationship in which one person holds a property

---

76 Vgl. o.m. Uniken Venema (1984), p. 543; Uniken Venema (1990), p. 12 en Uniken Venema (1985), p. 764. Impliciet ook Faber (1996), p. 243-260.

77 Kortmann en Verhagen (1999), p. 196: "The Dutch legal institution that comes closest to the express *inter vivos* trust is the *fiducia cum amico*. In most cases, *fiducia cum amico* involves a transfer. The assets concerned are given to somebody else for management purposes by transferring these assets to the manager (*fiduciarius*). Thus, the manager becomes owner of these assets and therefore has the power to manage and dispose of het assets. In connection with the transfer, the manager accepts the duty to manage the assets. The acquired assets are to be managed for the benefit of one more beneficiaries. The transferor of the assets will in most cases also be the beneficiary, although this need not necessarily be the case."

78 Vgl. bijvoorbeeld de diverse invalshoeken die Uniken Venema (1998), p. 353-361 kiest.

79 Kortmann (1996), p. 174.

interest, subject to an equitable obligation to keep that interest for the benefit of another."<sup>80</sup> In deze definitie onderkennen we een balans tussen het goederenrechtelijke aspect (de overdracht ten titel van beheer) en de obligatoire verplichtingen die voortvloeien uit de vertrouwensrelatie.

Kortmann komt, op basis van deze en andere omschrijvingen, tot de conclusie dat een trust wordt getypeerd door de volgende karaktertrekken:

- a. er is een aanwijsbaar trustvermogen dat (al dan niet direct) toebehoort aan de trustee;
- b. dit trustvermogen is afgescheiden van het privé-vermogen van de trustee; het trustvermogen respectievelijk de trustee q.q. is geen rechtspersoon;
- c. de trustee is jegens de beneficiaries gehouden zijn rechten met betrekking tot het trustvermogen uit te oefenen ten behoeve van de beneficiaries; mogelijk is ook dat de trustee zijn rechten met betrekking tot het trustvermogen ten behoeve van een bepaald doel moet uitoefenen;
- d. de beneficiaries kunnen van de trustee nakoming van deze verbintenis vorderen en hem rekening en verantwoording vragen van zijn beheer;
- e. de beneficiaries kunnen tot het trustvermogen behorende goederen - of het aanwijsbaar daarvoor in de plaats gekomen goed - van een derde aan wie deze goederen onbevoegd door de trustee zijn overgedragen, terugvorderen, tenzij deze derde te goeder trouw is; hetzelfde geldt indien de derde wel te goeder trouw is, maar het goed om niet heeft verkregen;
- f. doordat het trustvermogen een afgescheiden vermogen vormt, worden de aanspraken van de beneficiaries op het trustvermogen niet getroffen door faillissement, echtscheiding of de dood van de trustee;
- g. het afgescheiden zijn van het trustvermogen heeft voorts tot gevolg dat privé-crediteuren van de trustee geen verhaal voor hun vorderingen op het trustvermogen.<sup>81</sup>

### **3.11 Het pensioenfonds heeft trustachtige karaktertrekken**

Als we de in de vorige paragraaf vermelde karaktertrekken van de trust projecteren op het Nederlandse pensioenfonds, dan kunnen we zonder meer concluderen dat de elementen onder a., c. en d. van toepassing zijn;

---

80 Restatement Trusts second (1959). In gelijke zin Uniken Venema (1998), p. 355-356.

81 Kortmann (1996), p. 174-175.



### Hoofdstuk 3

het pensioenvermogen kan worden aangemerkt als trustvermogen. Het pensioenfonds is de trustee die ten behoeve van de belanghebbenden zijn rechten uitoefent; de belanghebbenden kunnen de trustee aanspreken op nakoming van zijn verbintenissen.

Wat betreft de derdenwerking als bedoeld onder e. bestaat onzekerheid. Elementen daarvan komen tot uitdrukking in artikel 7:420 BW. Ingeval de opdrachtgever van een pensioenfonds het recht kan uitoefenen als bedoeld in artikel 7:420 BW, kan deze de voor overgang vatbare rechten van het pensioenfonds jegens derden onder omstandigheden op zich doen overgaan. Ik kom daarop terug in het volgende hoofdstuk.

Naar Nederlands recht is onzeker of het mogelijk is te voldoen aan de elementen bedoeld onder b., f. en g. Dit komt uiteindelijk neer op de vraag of het mogelijk is door partijbedoeling een afgescheiden vermogen te creëren, een splitsing van de goederenrechtelijke gevolgen verbonden aan juridische gerechtigdheid. In het bijzonder Faber en Kortmann hebben daarvoor gepleit, voorafgaand aan de invoering van artikel 22 van de Notariswet.<sup>82</sup> Na de invoering van dit artikel moeten we, in navolging van W. Sniijders, vaststellen dat dit naar geldend Nederlands recht slechts mogelijk is voor zover dit past in het stelsel van de wet en aansluit bij de wel in de wet geregelde gevallen; er zal sprake moeten zijn van een aantoonbare analogie.<sup>83</sup>

Als die onzekerheid er niet zou zijn, indien bijvoorbeeld door het openen van een generieke kwaliteitsrekening een afgescheiden vermogen zou kunnen worden gecreëerd, dan heeft een werkgever die een pensioentoezegging doet geen rechtspersoon nodig om te voorkomen dat zijn privé-crediteuren zich kunnen verhalen op het pensioenvermogen. In dat geval kan hij een trustvermogen creëren (een "pension trust") door geld- en effectenrekeningen te openen op eigen naam, onder vermelding van zijn hoedanigheid als "trustee" van het pensioenvermogen. We moeten vaststellen dat de Hoge Raad die mogelijkheid heeft verworpen. Bovendien heeft de wetgever blijkens de PSW gewild dat het pensioenvermogen goederenrechtelijk wordt afgescheiden van het vermogen van de opdrachtgevers en toebehoort aan een voor dat doel opgerichte rechtspersoon.<sup>84</sup> Hierdoor worden de onder b., f. en g. bedoelde karaktertrekken van de trust als het ware "kunstmatig" bewerkstelligd. Omdat de Hoge Raad

---

82 Vgl. onder meer Faber (1996), p. 234 e.v. en Kortmann (1996), p. 183 e.v.

83 Vgl. Sniijders (1997), p. 91-92.

84 Artikel 4 PSW.

waarschijnlijk niet bereid is over te gaan tot erkenning van een afgescheiden vermogen, tot stand gebracht door partijbedoeling, dient een rechtspersoon te worden opgericht waaraan het pensioenvermogen wordt toevertrouwd.<sup>85</sup>

Het pensioenfonds verricht geen privéhandelingen waaruit vorderingen van privé-crediteuren voortvloeien als bedoeld onder g. Hij is statutair verplicht pensioenen te verzekeren en al zijn rechtshandelingen worden geacht in dienst te staan van die doelstelling.

Op grond hiervan zou ik menen dat de oprichting van een pensioenfonds in formele zin niet beantwoordt aan de elementen bedoeld onder b., f. en g. In materiële zin echter heeft het pensioenfonds alle schijn van een trust. De trust is in het pensioenfonds gepersonificeerd.<sup>86</sup>

Maar er zijn nog méér parallellen tussen de trust en het pensioenfonds. In de vorige paragrafen heb ik verdedigd dat het pensioenfonds in veel gevallen tot stand komt op initiatief van de werkgever. Hij sluit met het pensioenfonds een overeenkomst om zijn pensioentoezegging te kunnen uitvoeren. Hij zondert daartoe vermogen af in het pensioenfonds. In de pensioenovereenkomst is een derdenbeding opgenomen. Na aanvaarding van dit derdenbeding hebben de werknemer, zijn nabestaanden en zijn gewezen echtgenote te gelden als begunstigden. Tezamen vertonen deze rechtshandelingen veel gelijkenis met, wat Langbein noemt, "the contractarian basis of the law of trusts". De werkgever kan worden beschouwd als settlor van de trust, het pensioenfonds als trustee, de begunstigden als beneficiaries en het pensioenvermogen als trust assets."<sup>87</sup> Langbein schrijft:

"The owner, called the settlor, transfers the trust property to an intermediary, the trustee, to hold it for the beneficiaries. We treat the trustee as the new owner for the purpose of managing the property, while the trust deal strips the trustee of the benefits of ownership.

---

85 Vgl. HR 13 juni 2003, RvdW 2003, 108 (Beatrixziekenhuis), waarin de HR onderstreept dat slechts in zeer uitzonderlijke gevallen het bestaan van een kwaliteitsrekening mag worden aanvaard.

86 Een pensioenfonds komt mijns inziens dicht bij het bereik van de omschrijving van een "trustkantoor" in de zin van de Wet van 17 december 2003, houdende het toezicht op trustkantoren (Wet toezicht trustkantoren), Stb. 2004, 9. Ik kan mij echter niet goed voorstellen dat dit de bedoeling van de wetgever is. Zonodig zou een pensioenfonds onder een vrijstelling moeten vallen. Zie ook Eering en Frielink (2003).

87 Vgl. Hayton (1996), p. 4-5.

### Hoofdstuk 3

The distinguishing feature of the trust is (...) the trust deal that defines the powers and responsibilities of the trustee in managing the property. Sometimes the trust deal also confers significant discretion upon the trustee over dispositive provisions, that is, in allocating the beneficial interest among the beneficiaries. The settlor and the trustee may express their deal in detailed terms drafted for the particular, or they may be content to adopt the default rules of trust law. Either way, the deal between settlor and trustee is functionally indistinguishable from the modern third-party-beneficiary contract. Trusts are contracts".<sup>88</sup>

Interessant is dat Langbein, als "common law"-geleerde, de verbinding legt tussen trust law en het Romeinse recht:

"the parties to a contract in civil law ... [may create] contractual obligations which bear a certain resemblance to trust arrangements ... [B]y a combination of [the Roman-derived contract types called] deposit and mandate some of the purposes may be achieved for which trusts are created; the resemblance is even stronger when the combination includes a contract for the benefit of a third party".<sup>89</sup>

In § 2.8.4 wees ik op de complexiteit van de "pension deal", de onzekerheden die daarin liggen besloten en de noodzaak om te streven naar "fairness": een billijke verdeling van voor- en nadelen over de belanghebbenden. Volgens Langbein is dat typerend voor zogenoemde "relational contracts". Hij rekent daartoe ook bepaalde trusts. Zijn observaties zijn typerend voor een defined benefit pensioenovereenkomst:

"A contract is relational to the extent that the parties are incapable of reducing important terms of the arrangement to well-defined obligations. The inability to specify terms of the relationship leads the parties to remit important steps to intrinsically discretionary future determinations, but that discretion risks the potential for opportunistic behaviour. When a dispute arises, the court is asked to engage in "relational interpretation" (...) to identify the entirety of the commitment structure that underlies the (...) arrangement and then to enforce those commitments."<sup>90</sup>

In de uitvoering van een dergelijke complex "relational contract" wordt een grote verantwoordelijkheid gelegd bij de *fiduciarius*. Langbein ziet dat als bewijs voor zijn stelling dat het zowel bij "fiduciary law" als bij "trust law"

---

88 Langbein (1995), p. 625-675.

89 Langbein (1995), p. 670.

90 Langbein (1995), p. 654, onder verwijzing naar C.J. Goetz & R.E. Scott, "Principles of Relational Contracts".

gaat om overeenkomstenrecht. Het trustrecht heeft zijn inziens een "contractarian basis":

"When the task is complex, when efforts will span a substantial time, ... a detailed contract would be silly. When one party hires the other's knowledge and expertise, there is not much they can write down. Instead of specific undertakings, the agent [the manager in corporations, the trustee in the law of trusts] assumes a duty of loyalty in pursuit of the objective and a duty of care [prudence in the law of trusts] in performance .... [T]he process is contractual - because both principal and agent enter this understanding for gain .... [A] "fiduciary" relation is a contractual one characterized by unusually high costs of specification and monitoring. The duty of loyalty replaces detailed contractual terms ...."<sup>91</sup>

Het bovenstaande rechtvaardigt in voldoende mate dat bepaalde aspecten van het trustrecht *mutatis mutandis* worden toegepast op de rechtsbetrekkingen in en om een pensioenfonds, voor zover dat nuttig is.<sup>92</sup> Dit geldt bijvoorbeeld voor de eisen die blijkens het Anglo-Amerikaanse trustrecht worden gesteld aan het vermogensbeheer dat een trustee verricht voor rekening van de beneficiaries. Die eisen zijn voor een groot deel terug te voeren op de *duty of loyalty* en de *duty of prudence*. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 7.

### 3.12 Andere fiduciaire relaties in de pensioenfondsorganisatie

De rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden is niet de enige fiduciaire relatie binnen de pensioenfondsorganisatie. De verhouding tussen het pensioenfonds en diegenen die aan het pensioenfonds leiding geven heeft eveneens fiduciaire trekken. Deze wordt nader ingekleurd door het burgerlijk recht (behoorlijke taakvervulling, objectieve goede trouw c.q. eisen van redelijkheid en billijkheid) en door het publiek recht (deskundigheids- en betrouwbaarheidseisen die gelden bij of krachtens de PSW) en komen aan de orde in respectievelijk hoofdstuk 5 en hoofdstuk 6.

---

91 Langbein (1995), p. 657-658 onder verwijzing naar F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, "Contract and Fiduciary Duty" (1993), p. 426-427.

92 Bovendien geldt dat een rechtsfiguur niet aan *alle* kenmerken van een trust behoeft te voldoen om als trust te kwalificeren. Vgl. Hayton (1996), p. 3-6; Kortmann (1996), p. 174: "Het trustrecht kent vele onderscheidingen en verschillen. (...) De verschillen die hiermee gepaard gaan, maken het onmogelijk een definitie van de trust te geven."

### 3.13 Andere fiduciaire relaties om de pensioenfondsorganisatie

In § 2.10 is uiteengezet dat alle pensioenfonds in Nederland in meer of minder mate taken uitbesteden aan derden. Ik heb daarbij een grove drieling gemaakt op een lijn met vloeiende overgangen, een continuüm. Aan de ene zijde van het continuüm staat een zelfadministrerend pensioenfonds dat een zo groot mogelijk deel van zijn kerntaken zélf wil verrichten; aan de andere zijde het separaat werkend pensioenfonds dat alle taken uitbesteedt aan voornamelijk commercieel opererende dienstverleners. Daartussen het separaat werkend pensioenfonds dat alle taken uitbesteedt aan een eigen managementorganisatie die nagenoeg uitsluitend voor dat pensioenfonds werkzaam is.

Dit continuüm correspondeert met een zekere "fiduciare concentratie". Naarmate de uit een rechtsverhouding voortkomende bestaande rechten en verplichtingen in hoger mate contractueel van aard zijn wordt minder overgelaten aan het vertrouwen als bron van rechten en verplichtingen; de fiduciaire concentratie neemt dienovereenkomstig af. De aard van de uitbestede activiteit is eveneens relevant. De uitbesteding van de beleidsvoorbereiding vergt meer vertrouwen in de dienstverlener dan de uitvoering van het beleid.

In de verhouding tussen een pensioenfonds en een commercieel opererende dienstverlener is de fiduciaire concentratie minimaal. Zij blijft beperkt tot de eisen van redelijkheid en billijkheid die de uitvoering van de overeenkomst beheersen, in overeenstemming met de artikelen 6:2, 6:248 en 6:258 BW. Dergelijke contracten komen voor binnen het gehele continuüm; zo sluiten bijvoorbeeld alle mij bekende pensioenfonds overeenkomsten met commercieel opererende vermogensbeheerders.<sup>93</sup>

Onderscheidend is dat ze bij het zelfadministrerend pensioenfonds zo weinig mogelijk voorkomen. Het separaat werkend pensioenfonds daar-

---

93 Dit sluit overigens niet uit dat de bevoegdheden die een dergelijke vermogensbeheerder aan het contract kan ontlenen verstrekkend kunnen zijn en blijk kunnen geven van veel beleidsvrijheid. Aan de vermogensbeheerder kan een discretionaire bevoegdheid worden verleend om geheel naar eigen inzicht beleggingen te selecteren, te verwerven en te beheren voor rekening van de opdrachtgever. Ook worden vermogensbeheerders gecontracteerd met minimale beleidsvrijheid; denk aan de beheerder die een portefeuille moet samenstellen overeenkomstig een bepaalde aandelen- of obligatie-index met als doelstelling de beleggingsresultaten van de index zo dicht mogelijk te benaderen (een minimale "tracking-error"). Deze voorbeelden illustreren dat ook binnen een "rule-based" rechtsverhouding gradaties van fiduciaire concentratie worden aangetroffen.

entegen sluit (nagenoeg) uitsluitend contracten van dit type; het geeft noodgedwongen of bij voorkeur (om redenen van flexibiliteit) de voorkeur aan eenvoudig opzegbare contracten met wisselende partners.

Tussen deze polen zit het pensioenfonds dat alle taken uitbesteedt aan een managementorganisatie die uitsluitend werkzaam is voor dit pensioenfonds. Er is een contractuele verhouding tussen die twee rechtspersonen doch die gaat gepaard met een aanzienlijke mate van vertrouwen. Om die reden wordt deze managementorganisatie ook wel aangeduid als "eigen" of "dedicated".

### **3.14 Samenvatting**

Het pensioenfonds vervult een waarborgfunctie. Het voor de pensioenvoorziening bestemde vermogen wordt onttrokken aan de beschikkingmacht van belanghebbenden en hun crediteuren en komt in de macht van het pensioenfonds. Het pensioenfonds is eigenaar van dit vermogen ten titel van beheer. Tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden bestaat een fiduciaire rechtsverhouding die kan worden herleid tot het Romeinse recht. De kenmerken van de *fiducia cum amico* zijn herkenbaar in de bevoegdheden en verplichtingen van een pensioenfonds. De *fiducia cum amico* past in het huidige BW mits aan de fiduciaris alle goederenrechtelijke bevoegdheden toekomen die het recht aan "eigendom" verbindt.

Kenmerkend voor een fiduciaire rechtsverhouding is de scheiding tussen de juridische gerechtigdheid ("eigendom") en het economische belang. Die scheiding zien we ook bij een pensioenfonds. Het pensioenvermogen behoort toe aan het pensioenfonds; het economisch risico berust bij de belanghebbenden.

Het pensioenfonds bekleedt als fiduciaris of trustee ten opzichte van de belanghebbenden een vertrouwenspositie; het pensioenvermogen wordt aan hem toevertrouwd in de verwachting dat hij het vermogen zal aanwenden in overeenstemming met een aan hem gegeven opdracht.

De opdracht aan het pensioenfonds is belichaamd in de pensioenovereenkomst. De begunstigden kunnen van het pensioenfonds verlangen dat het de verplichtingen nakomt die met de opdracht samenhangen.

De *fiducia cum amico* wordt beschouwd als de Nederlandse verschijningsvorm van de Anglo-Amerikaanse trust. Het pensioenfonds voldoet materieel aan belangrijke kenmerken van een trust. Op grond daarvan kan met meer kracht worden betoogd dat een pensioenfonds werkzaam is op

### *Hoofdstuk 3*

grond van de *fiducia cum amico*. Bovendien vormt dit de rechtvaardiging om het trustrecht te raadplegen teneinde de rechtsbetrekkingen tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden te verhelderen. Zo versterken de *fiducia*, de trust en het pensioenfonds elkaar over en weer; lacunes in het denken over de positie van een pensioenfonds naar Nederlands recht kunnen daarmee worden gedicht.

## HOOFDSTUK 4

### OPDRACHT EN LASTGEVING

#### 4.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk heb ik geconcludeerd dat het pensioenfonds door het sluiten van de pensioenovereenkomst een opdracht aanvaardt van de werkgever die een pensioentoezegging doet. De overeenkomst van opdracht is een benoemde overeenkomst; zij is geregeld in titel 7 van Boek 7 BW. Aan de hoofdverplichtingen van deze overeenkomst liggen belangrijke principes ten grondslag die ook relevant zijn in de rechtsverhouding tussen een pensioenfonds en zijn opdrachtgever(s). De meeste daarvan zijn terug te voeren op (het voorkomen van) belangenconflicten, of, in economische termen, "agency problems".

In dit hoofdstuk zal ik allereerst de vraag beantwoorden of het pensioenfonds werkzaam is op basis van een overeenkomst van opdracht, een overeenkomst van lastgeving dan wel een gemengde overeenkomst. Vervolgens wil ik nagaan welke bepalingen uit de afdelingen 1 en 2 van Titel 7 van betekenis zijn in de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden. Aan het slot van dit hoofdstuk komt aan de orde of de uit de artikelen 7:419-7:423 BW voortvloeiende derdenwerking toepassing kan vinden tussen een pensioenfonds en zijn opdrachtgever(s).

Voor een goed begrip van dit hoofdstuk lijkt het mij nuttig in deze inleiding enkele definities te herhalen.

Het pensioenfonds beschouw ik als opdrachtnemer; de werkgever(s) heb ik aangemerkt als opdrachtgever(s). De overeenkomst van opdracht ligt mijns inziens besloten in de pensioenovereenkomst die de rechtsverhouding tussen de werkgever, het pensioenfonds en de werknemer beheerst. De begunstigden hebben, eventueel na aanvaarding van het voor hen bedongen derdenbeding, te gelden als partij bij de pensioenovereenkomst en zij kunnen, evenals de werkgever als opdrachtgever, verlangen dat het pensioenfonds de aan hem gegeven opdracht uitvoert.

Onder begunstigden versta ik diegenen die nu of te zijner tijd in hun levensonderhoud geheel of gedeeltelijk van het pensioenfonds afhankelijk zijn.



De belanghebbenden heb ik gedefinieerd als het collectief bestaande uit de begunstigden én de werkgever, zolang althans de werkgever enig economisch belang heeft bij de hoogte van de door het pensioenfonds behaalde financiële resultaten.

#### 4.2 Opdracht, lastgeving, gemengde overeenkomst

Artikel 7:400 BW definieert "opdracht" als de overeenkomst waarbij de ene partij, de opdrachtnemer, zich jegens de andere partij, de opdrachtgever, verbindt buiten dienstbetrekking werkzaamheden te verrichten die in iets anders bestaan dan het tot stand brengen van een werk van stoffelijke aard, het bewaren van zaken, het uitgeven van werken of het vervoeren of doen vervoeren van personen of zaken.

Opdracht is een benoemde overeenkomst, geregeld in Titel 7 van Boek 7 BW. De opdracht kan betrekking hebben op zeer uiteenlopende activiteiten. Feitelijke handelingen kunnen variëren van de kapper die zijn beroep uitoefent tot de architect die een huis ontwerpt. Zij kan verplichten tot het administreren van rechten en verplichtingen, het informeren van belanghebbenden door met hen te telefoneren of te corresponderen of door hen toegang te verschaffen tot een website. Zij kan ten grondslag liggen aan een adviesrelatie, bijvoorbeeld tussen de advocaat en zijn cliënt. De opdracht kan aanleiding geven tot het verrichten van rechtshandelingen, bijvoorbeeld de vermogensbeheerder die voor zijn cliënt een effectenportefeuille samenstelt, daartoe effecten aan- en verkoopt en deze beheert. Daaruit kan de verplichting voortvloeien om daarmee samenhangende feitelijke handelingen te verrichten, zoals het innen van dividenden, het terugvorderen van bronbelasting en het opstellen van rapportages voor de cliënt. Essentieel is dat de overeenkomst de *verbintenis* in het leven roept tot het verrichten van feitelijke handelingen, en niet slechts de bevoegdheid daartoe geeft.<sup>1</sup>

De wet regelt een aantal bijzondere vormen van opdracht, waaronder de lastgeving en de overeenkomst inzake geneeskundige behandeling.<sup>2</sup> De algemene bepalingen over opdracht - de artikelen 7:400-413 BW - zijn op

---

1 Asser-Kortmann (1994), nr. 50 en 54.

2 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 40; Pitlo-Du Perron (1995), p. 224.

deze gekwalificeerde vormen van toepassing, voor zover daarvan niet wordt afgeweken in de bijzondere regeling.<sup>3</sup>Lastgeving wordt in artikel 7:414 BW omschreven als de overeenkomst van opdracht, waarbij de ene partij, de lasthebber, zich jegens de andere partij, de lastgever, verbindt voor rekening van de lastgever een of meer rechtshandelingen te verrichten. Ook voor de lastgeving geldt dat er sprake moet zijn van een *verplichting* tot het verrichten van rechtshandelingen.

De overeenkomst van lastgeving heeft als *hoofdbestanddeel* het verrichten van *rechtshandelingen*. Als dat niet het geval is, en de overeenkomst verplicht tot het verrichten van zowel rechtshandelingen als feitelijke handelingen, is er sprake van een ongekwalificeerde overeenkomst van opdracht.<sup>4</sup>

Een overeenkomst die in de kern verplicht tot het verrichten van rechtshandelingen en/of feitelijke handelingen doch die daarnaast een andere kernverplichting heeft, is een gemengde overeenkomst. Op die overeenkomst zijn de bepalingen omtrent opdracht en lastgeving mede van toepassing, voor zover die toepassing niet strijdig is met de aard van de overeenkomst.<sup>5</sup>

De wettelijke regeling verbindt onder omstandigheden een zekere derdenwerking aan overeenkomsten die als lastgeving kwalificeren. Dat blijkt uit de goederenrechtelijke gevolgen van de artikelen 7:420-421 BW en de mogelijkheid om op grond van artikel 7:423 BW aan een last privatieve werking toe te kennen.<sup>6</sup> De schakelbepaling van artikel 7:424 BW bewerkstelligt dat deze gevolgen ook van toepassing zijn op andere overeenkomsten krachtens welke de ene partij bevoegd of verplicht is voor rekening van een ander rechtshandelingen te verrichten, voor zover de strekking van de betrokken bepalingen in verband met de aard van de overeenkomst zich daartegen niet verzet. In dit verband kan worden gedacht aan een overeenkomst van opdracht die *incidenteel* verplicht tot het verrichten van een rechtshandeling of die slechts de *bevoegdheid* schept

---

3 Asser-Kortmann (1994), nrs. 126 en 129; Pitlo-Du Perron (1995), p. 245; Van der Grinten (1993), p. 11, 15.

4 Pitlo-Du Perron (1995), p. 244.

5 Artikel 6:215 BW. Vgl. Asser-Kortmann (1994), nrs. 131-132; Pitlo-Du Perron (1995), p. 243-245; Van der Grinten (1993), p. 5.

6 Ik besef dat getwijfeld kan worden over de vraag of artikel 7:421 BW "goederenrechtelijke" gevolgen heeft. Er is hoe dan ook sprake van derdenwerking.

(en niet de verplichting) tot het verrichten van rechtshandelingen.<sup>7</sup> Artikel 7:424 BW verleent aan de bepalingen omtrent lastgeving een ruim toepassingsbereik doch voorkomt gelijktijdig (door de woorden "voorzover de strekking van de betrokken bepalingen in verband met de aard van de overeenkomst zich daartegen niet verzet") dat onverwachte en mogelijk ongewenste consequenties dwingend uit de wet voortvloeien.

Dit is ook de achtergrond van artikel 7:400 lid 2 BW. Daarin is bepaald dat de artikelen 7:401-412 BW van toepassing zijn op overeenkomsten die als opdracht kwalificeren, tenzij iets anders voortvloeit uit de wet, de inhoud of aard van een overeenkomst van opdracht of van een andere rechtshandeling, of de gewoonte.<sup>8</sup> De bepaling is geschreven omdat de overeenkomst van opdracht een grote diversiteit aan verschijningsvormen kent. Artikel 7:400 lid 2 BW wordt aangeduid als een "uitschakelbepaling"; waar nodig voorkomt zij de werking van de als regelend recht bedoelde bepalingen omtrent opdracht.<sup>9</sup>

#### **4.3 Pensioenovereenkomst: opdracht, verzekering of gemengde overeenkomst**

In de pensioenovereenkomst ligt een opdracht aan het pensioenfonds besloten. Op het pensioenfonds rust de verbintenis een "infrastructuur" tot stand te brengen die uiteindelijk ertoe leidt dat pensioenverplichtingen worden nagekomen. In het kader van die "infrastructuur" dient het pensioenfonds een samenstel van feitelijke handelingen en rechtshandelingen te verrichten. Deze kunnen worden gerubriceerd onder de drie kerntaken van een pensioenfonds:

- pensioenadministratie;
- informatieverstrekking; en

---

7 Van Neer-Van den Broek (Bijzondere Overeenkomsten), aant. 1 bij artikel 7:424 BW.

8 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 38 en Pitlo-Du Perron (1995), p. 224-225. Du Perron, onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis en artikel 6:248 BW, zet uiteen dat de uitschakelbepaling een regeling geeft voor de toepassing van het regelend recht. De rechter dient voorrang te geven aan de rechtsgevolgen die voortvloeien uit gewoonte of de eisen van redelijkheid en billijkheid boven de wettelijke bepalingen omtrent opdracht.

9 Onverminderd de (onder omstandigheden) als dwingend recht bedoelde bepalingen in artikel 7:408 lid 1 en 3 BW, 7:411 en 412 BW, vgl. artikel 7:413 BW.

- vermogensbeheer.<sup>10</sup>

De pensioenovereenkomst omvat echter méér dan deze opdracht. In § 2.2 kwam tot uitdrukking dat de pensioenovereenkomst tevens voldoet aan de omschrijving van een levensverzekering, met dien verstande dat de pensioenverzekering typische, in de PSW verankerde kenmerken bezit, die haar een eigen identiteit geven. De pensioenovereenkomst is ingebed in een arbeidsverhouding, dient te voldoen aan bepaalde solidariteitscriteria en leidt tot een vorderingsrecht dat, in ieder geval bij een geïndexeerde defined benefit-regeling, getypeerd wordt door een bepaalde mate van onzekerheid als gevolg van de onvoorspelbare (loon)inflatie en de vraag of het pensioen volledig kan worden geïndexeerd.<sup>11</sup> Die leiden er toe dat ook de aanbieder van de pensioenverzekering - het pensioenfonds - zich kan onderscheiden van een verzekeraar in de zin van de Wtv 1193, zo bleek in § 2.9.<sup>12</sup> Voorts creëert de pensioenovereenkomst een bijzondere financieringsverhouding die beheerst wordt door daarop toegesneden bepalingen in de PSW. Mijns inziens wordt aan die financieringsverhouding onvoldoende recht gedaan indien zij wordt "gedegradeerd" tot een verplichting om verzekeringspremies te voldoen. Die financieringsverhouding is veel complexer, onder meer omdat de

---

10 De regering onderschrijft in navolging van de SER deze driedeling, met dien verstande dat "vermogensbeheer" wordt aangeduid als "beleggen". Vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 1.

11 Het is onder meer deze onzekerheid die de "pensioenverbintenis" onderscheidt van de verzekeringsverbintenis. Vgl. daarover Houwing (1953), p. 504 in het kader van het graduele onderscheid tussen inspannings- en resultaatverbintenissen. Zie ook Raaijmakers (2002), p. 105-107.

12 De laatste jaren wordt van pensioenfondsgevoerde verplichtingen te aanvaarden ten aanzien van de inhoud van het pensioenrecht, met name ook ten aanzien van het recht op indexatie. Door aan dit verlangen tegemoet te komen krijgt het pensioenrecht meer en meer nominale trekken en wordt de kans op indexatie *de facto* verkleint. Nominale aanspraken vergen namelijk een behoedzamer beleggingsbeleid teneinde het "mismatch-risico" te verkleinen. Dit gaat ten koste van het potentieel hogere beleggingsrendement dat nodig is om de indexatie te kunnen bekostigen. Ik kom daarop terug in § 7.4. Vanwege deze keerzijde van dit "zekerheidsstreven" concludeert Lutjens (2003), naar ik aanneem: "Het risico (...) is dat het pensioenfonds zich vastpint op een bepaalde invulling en wat voorwaardelijk was, een afdwingbaar recht wordt. Een beetje onduidelijkheid zou niet onverstandig zijn." Bij verzekeringsmaatschappijen zien we overigens een omgekeerde beweging. Zij introduceren meer en meer producten waarbij beleggingsrisico's worden verlegd naar de verzekeringnemers. Aldus zien we dat de karakteristieken van pensioen- en verzekeringsproducten convergeren.

pensioenverzekering doorgaans leidt tot geïndexeerde verplichtingen, in tegenstelling tot de nominale verplichtingen van een levensverzekeraar.<sup>13</sup>

Om deze redenen kost het mij moeite het pensioen te vereenzelvigen met een verzekeringsproduct. Diegenen die dat wél doen zullen de pensioenovereenkomst beschouwen als een *gemengde* overeenkomst, omdat zij voldoet aan de omschrijving van de overeenkomst van opdracht én de overeenkomst van verzekering. In dat geval zijn naast de bepalingen omtrent opdracht ook de bepalingen ten aanzien van verzekering op de pensioenovereenkomst van toepassing, behoudens voor zover deze bepalingen niet wel verenigbaar zijn of de strekking daarvan in verband met de aard van de overeenkomst zich tegen toepassing verzet.<sup>14</sup>

Op de (pensioen)verzekeringsrechtelijke aspecten van de pensioenovereenkomst ga ik in dit onderzoek niet verder in, een enkele uitzondering daargelaten. Die gaan de kaders van dit onderzoek te buiten. In het navolgende zal ik mij beperken tot de gevolgen die voortvloeien uit het gegeven dat de pensioenovereenkomst voldoet aan de omschrijving van opdracht en haar gekwalificeerde vorm, de lastgeving.

Het pensioenfonds verricht de hierboven genoemde kerntaken (ter uitvoering van de door hem aanvaarde opdracht) niet voor zichzelf. Pensioenadministratie en informatieverstrekking vinden per definitie plaats ten dienste van anderen. Ten aanzien van het vermogensbeheer liggen de verhoudingen gecompliceerder. Juridisch behoort het pensioenvermogen toe aan het pensioenfonds. Het economische belang bij dit vermogen berust echter bij anderen, te weten een collectief dat bestaat uit de werkgever(s) en de begunstigden. Binnen dit collectief is het

---

13 Onderdeel van de complexe financieringsverhouding is de bevoegdheid van het pensioenfonds de rechten en verplichtingen van de belanghebbenden te wijzigen (inclusief de mogelijkheid de rechten van deelnemers en gepensioneerden te "korten"), indien de financiële toestand van het pensioenfonds daartoe aanleiding geeft, vgl. artikel 7 lid 1 onder i. PSW. Bedoelde complexiteit wordt geïllustreerd door de discussies en studies die vooraf zijn gegaan aan het akkoord over het financiële toezicht op pensioenfondsen, het zogeheten nieuwe financiële toetsingskader. Vgl. onder meer § 2.8, 6.4 en CPB, DNB en PVK (2003).

14 Artikel 6:215 BW. Lutjens (2000b), p. 5-6 en De Lange (2004), p. 3 hebben erop gewezen dat in de PSW, de Faillissementswet en in het verzekeringsrecht (met inbegrip van de nieuwe titel 7.17 NBW) onvoldoende onderkend wordt dat de pensioenovereenkomst beantwoordt aan de kenmerken van een verzekeringsovereenkomst. Vgl. ook Bod (1991), p. 9; Van Huizen (1994), p. 4-8. Het antwoord op de vraag of de verzekeringsovereenkomst tevens kan worden gekarakteriseerd als een overeenkomst van opdracht laat ik in het midden.

economisch belang niet evenredig verdeeld. Het belang van de begunstigden weegt mijns inziens zwaarder dan het belang van de werkgever(s).<sup>15</sup>

Wat betreft de rechtshandelingen die het pensioenfonds voor rekening van de belanghebbenden dient te verrichten kan er sprake zijn van een lastgevingsverhouding. Zo er geen sprake zou zijn van een lastgevingsverhouding kunnen we de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden duiden als "een andere overeenkomst dan lastgeving krachtens welke de ene partij verplicht of bevoegd is voor rekening van de andere partij rechtshandelingen te verrichten".<sup>16</sup> Dit opent de mogelijkheid dat de artikelen 7:415-423 BW daarop van overeenkomstige toepassing zijn, voor zover de strekking van de (pensioen)overeenkomst zich daartegen niet verzet.

#### 4.3.1 Pensioenadministratie

Onder pensioenadministratie versta ik de vastlegging van de pensioen-aanspraken van de begunstigden, de daadwerkelijke uitkering van pensioenen en de inning van pensioenpremies (waaronder mede begrepen de registratie van betalingsachterstanden en het treffen van incassomaatregelen).

De uitkering van pensioenen is de maatschappelijk meest zichtbare activiteit van een pensioenfonds. Deze uitkering vindt plaats met de kenbare bedoeling de schuld te kwijten die krachtens de pensioenovereenkomst is ontstaan; de uitkering is een rechtshandeling.<sup>17</sup>

Het pensioenfonds int pensioenpremies. Hij werkt mee aan de nakoming door de werkgever van zijn verbintenis tot betaling van de overeengekomen bijdrage.<sup>18</sup> Ik laat in het midden of het pensioenfonds dusdoende meewerkt aan een *rechtshandeling*. Dit zal afhangen van de vraag of de betaling van een geldschuld (door de werkgever) moet worden *aanvaard* door de crediteur.<sup>19</sup>

Het pensioenfonds dient een zodanige administratie te voeren dat de rechten en verplichtingen van het pensioenfonds te allen tijde kunnen

---

15 Vgl. § 2.4 en § 3.7.

16 Vgl. artikel 7:424 BW.

17 Asser-Hartkamp 4-I (2000), nrs. 186-188.

18 Artikel 5 lid 5 PSW.

19 Asser-Hartkamp 4-I (2000), nr. 188, lijkt er impliciet van uit te gaan dat aanvaarding niet is vereist.

worden gekend.<sup>20</sup> Wat betreft de inhoud en de kwaliteit van de administratie worden in de PSW geen concrete eisen gesteld aan. Mogelijk was de wetgever van mening dat die logisch voortvloeien uit de wettelijke taken van het pensioenfonds. *Krachtens* de PSW worden wel nadere eisen gesteld aan de administratie van het pensioenfonds. Artikel 9a PSW bepaalt dat het pensioenfonds een actuariële en bedrijfstechnische nota ("abtn") op te stellen. De abtn dient voorschriften te bevatten ten aanzien van - onder meer - de hoofdlijnen van het interne beheersingssysteem, de opzet van de ao/ic, procedures en criteria voor de aansluiting bij het fonds en voor de verkrijging en administratie van rechten en verplichtingen.<sup>21</sup>

In dit verband is ook van belang het krachtens artikel 10b lid 8 PSW uitgevaardigde "Besluit staten pensioenfondsen". Daarin worden voorschriften gegeven over de wijze waarop pensioenfondsen informatie aan hun toezichthouder moeten verstrekken.<sup>22</sup>

De voor de administratie geldende eisen culminereren in de door het pensioenfonds op te stellen jaarrekening "waarin een volledig beeld van de financiële toestand van het fonds gegeven wordt". Een accountant dient de jaarrekening te voorzien van een verklaring omtrent de getrouwheid. Voorts dient het pensioenfonds jaarlijks een actuariële verslag op te stellen, voorzien van "de" verklaring van een actuaaris. De verslaggevingseisen zijn geformuleerd in artikel 10b PSW.

De jaarrekening en het jaarverslag hebben uiteraard ook ten doel om aan belanghebbenden inzicht te verschaffen in de wijze waarop het pensioenfonds uitvoering geeft aan de pensioenovereenkomst. Te denken valt aan de wijze waarop de pensioenverplichtingen worden gefinancierd en aan het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Voorts mag worden verwacht dat het jaarverslag informatie bevat ten aanzien van de risicoverdeling binnen de pensioenregeling, de "governance" van het pensioenfonds en de kansen en bedreigingen waarmee het pensioenfonds en de pensioenregeling worden geconfronteerd.

---

20 Vgl. artikel 3:15a BW.

21 Besluit actuariële en bedrijfstechnische nota, Stb. 2000, 502.

22 Besluit van 18 augustus 1998, Stb. 545, laatstelijk gewijzigd bij besluit van 14 september 2001, Stb. 2001, 415.

#### *4.3.2 Informatieverstrekking*

Het pensioenfonds dient aan belanghebbenden informatie te verstrekken die voldoet aan in de PSW geformuleerde minimumeisen. Artikel 17 lid 1 PSW bepaalt dat de deelnemers bij toetreding door het pensioenfonds worden geïnformeerd over de inhoud van de geldende statuten en reglementen van het fonds en jaarlijks over eventuele daarin aangebrachte wijzigingen. Voorts dient het pensioenfonds de deelnemer elk jaar een opgave te verstrekken van het reglementair te bereiken pensioen. Daarmee wordt bedoeld het pensioen dat bij ongewijzigde voorzetting van het deelnemerschap tot de pensioendatum kan worden bereikt. Dit overzicht stelt de deelnemer in staat te overzien welk pensioen hij bij pensionering heeft te verwachten en te anticiperen op de daarmee samenhangende welstand.<sup>23</sup> Desgewenst kan hij een verzekering afsluiten die hem te zijner tijd voorziet van een aanvullend inkomen.

De artikelen 17a, 8 lid 4, 8a lid 4 en 32h PSW verplichten het pensioenfonds daarenboven om aan belanghebbenden desgevraagd een opgave te verstrekken van de hoogte van de opgebouwde pensioenaanspraken. Het is gebruikelijk (doch niet verplicht) dat het pensioenfonds de deelnemers daarnaast informeert op andere wijze: via brochures, periodieken en de website.

Deze aspecten van de pensioenadministratie bestaan overwegend uit feitelijke handelingen. De activiteiten culminereren in een rechtshandeling (bijvoorbeeld de publicatie van de jaarrekening of het verstrekken van een pensioenopgave); dat is het formele sluitstuk van een veel meer omvattend proces van feitelijke handelingen bestaande uit het verzamelen, ordenen, analyseren en verifiëren van gegevens en het toegankelijk maken daarvan. Deze activiteiten, samen te vatten als de inrichting van een administratieve organisatie, stellen het pensioenfonds in staat aan zijn wettelijke informatieverplichtingen te voldoen. Het voeren van een administratie en het verstrekken van informatie aan de deelnemers zijn uit de PSW voortvloeiende verplichtingen en de (niet-)nakoming daarvan heeft sancties tot gevolg.<sup>24</sup> De nakoming van deze verplichtingen door het pensioenfonds kwalificeert mijns inziens als eenzijdige rechtshandeling.

---

<sup>23</sup> Vgl. Kamerstukken II, 23 123, nr. 6.

<sup>24</sup> Vgl. artikel 23b PSW dat aan de PVK de bevoegdheid verleent bestuurlijke boetes op te leggen, onder meer indien het pensioenfonds de verplichting tot uitvoering van bepaalde administratieve taken niet nakomt.



### 4.3.3 Vermogensbeheer

Het vermogensbeheer heb ik aangeduid als derde hoofdtak. Die bestaat uit rechtshandelingen en feitelijke handelingen.

De aan- en verkooptransacties ("trading") en de daaruit volgende levering en betaling ("clearing & settlement") zijn rechtshandelingen. In de pensioenovereenkomst en de PSW ligt de verplichting besloten om deze rechtshandelingen te verrichten; het systeem van kapitaaldekking vereist dat belegd wordt. De door de transacties verkregen beleggingen noodzaken op hun beurt tot een verscheidenheid aan rechtshandelingen die samenhangt met het beheer van beleggingen: de verhuur van onroerend goed, de incasso van huurpenningen, het innen van rente en dividenden, de uitoefening van zeggenschapsrechten verbonden aan beleggingen en de tijdige liquidatie van beleggingen.

Al deze rechtshandelingen vormen het sluitstuk van een groot aantal feitelijke voorbereidingsactiviteiten. Die bestaan onder meer uit research (waaronder het verrichten van een asset liability studie en de ontwikkeling van beleggingsplannen) en het totstandbrengen van een betrouwbaar beleggingsproces.<sup>25</sup>

De beleggingstransacties vergen naast voorbereidingshandelingen ook nazorg. Dit zijn feitelijke handelingen die eveneens gerekend worden tot de hoofdverplichtingen van het pensioenfonds. Zij zijn essentieel om zorgvuldig vermogensbeheer te kunnen voeren en daarover verantwoording af te leggen. Te denken valt aan:

- de verwerking van de beleggingstransacties in de administratie van het pensioenfonds, de administratie van gelden, effecten, onderhandse leningen, onroerend goed en derivaten, alsmede de waardering daarvan;
- het opstellen van rapportages;
- de performance-meting, dat is de beoordeling van de beleggingsresultaten in het licht van de afgesproken vergelijkingsmaatstaven ("benchmarks");

---

<sup>25</sup> Onder beleggingsproces versta ik het geheel van regels dat ziet op de voorbereiding, het totstandbrengen en het beheer van beleggingen. Daaronder valt een wijze van besluitvorming die door zijn "checks and balances" waarborgen biedt voor transparante afwegingen, een consistent beleid en een uitkomst die, gegeven de onzekerheid waarmee een belegger per definitie van doen heeft, te allen tijde rationeel en verdedigbaar is.

- het risicobeheer, dat is de periodieke beoordeling of de beleggingsresultaten zich op fondsniveau bevinden binnen de toelaatbaar geachte marges.

#### *4.3.4 Conclusie: een gemengd beeld*

In de pensioenovereenkomst ligt besloten dat het pensioenfonds een groot aantal feitelijke handelingen en rechtshandelingen verricht. Het is een amorf geheel; als wij dit geheel willen kwalificeren komen we tot de conclusie dat er sprake is van een overeenkomst van opdracht die, voor zover het bepaalde rechtshandelingen betreft, tevens kan worden beschouwd als een gekwalificeerde opdracht, te weten lastgeving. Dat leidt ertoe dat de wettelijke bepalingen omtrent opdracht en lastgeving cumulatief kunnen worden toegepast, voor zover dat niet strijdig is met de aard van de overeenkomst.

Er is echter ook een andere benadering mogelijk waarbij elk onderdeel van het samenstel afzonderlijk in ogenschouw wordt genomen, bijvoorbeeld de betaling van pensioenen, de aan- en verkoop van effecten, het opstellen van een pensioenoverzicht. Daarvan kunnen we zeggen dat het pensioenfonds ze verricht als opdrachtnemer, als lasthebber, of - als derde mogelijkheid - voor zichzelf. Afhankelijk van de individuele (rechts)handeling kunnen de wettelijke bepalingen ten aanzien van opdracht en/of lastgeving van toepassing zijn, voor zover dat niet strijdig is met de aard van de overeenkomst.

Hoe het ook zij, of er nu sprake is van opdracht of lastgeving, de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden kan nader worden ingekleurd aan de hand van de artikelen 7:400 - 7:424 BW. Onaanvaardbare uitkomsten die daarvan mogelijk het gevolg zijn, kunnen worden vermeden door de toepassing van de hiervoor besproken uitschakelbepalingen.

#### **4.4 Verplichtingen uit opdracht**

Uit de overeenkomst van opdracht vloeien voor de opdrachtnemer vijf hoofdverplichtingen voort.

## Hoofdstuk 4

### 4.4.1 Artikel 7:401 BW

"De opdrachtnemer moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht nemen."

Dit is een blanketnorm die, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, nader moet worden ingevuld. Zij krijgt inhoud door de aard van het werk en het type rechtshandeling waarvan de uitvoering aan de opdrachtnemer wordt toevertrouwd. Zij kwam reeds eerder aan de orde, bij de zorgplicht die de fiduciaris krachtens het Romeinse recht in acht diende te nemen.<sup>26</sup>

"Met betrekking tot in bruikleen ontvangen zaken moet worden ingestaan voor een dusdanige zorg, als een bijzonder zorgzaam huisvader voor zijn zaken aan de dag legt...".

De opdrachtnemer moet handelen als een persoon met gezond inzicht en begrip voor de situatie.<sup>27</sup> Zijn deskundigheid is medebepalend voor de eisen die aan hem worden gesteld. Aan een professionele opdrachtnemer die zich laat voorstaan op zijn deskundigheid worden hogere eisen gesteld dan aan de opdrachtnemer die belooft te zullen presteren naar gelang zijn subjectieve vermogen toereikend is. Van een professionele opdrachtnemer wordt verlangd dat de kwaliteit van zijn prestatie ten minste voldoet aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwaam en redelijk handelend vakgenoot.<sup>28</sup>

De gedachten over de zorgplicht zijn ver ontwikkeld in de verhouding tussen een vermogensbeheerder en zijn opdrachtgever. Een belangrijk deel van het effectenrecht bestaat uit geconcretiseerde zorgplicht. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 6.

---

26 Zie § 3.3.

27 Asser-Kortmann (1994), nr. 60.

28 Vgl. HR 9 juni 2000, NJ 2000, 460 (Beroepsaansprakelijkheid advocaat); HR 26 april 1991, NJ 1991, 455 (Benjaddi-Neve). Zie ook artikel 7:453 BW ten aanzien van de overeenkomst inzake geneeskundige behandeling (als species van de overeenkomst van opdracht). Daarin wordt van de geneeskundig hulpverlener geëist dat hij de zorg van een goed hulpverlener in acht neemt, daarbij handelt in overeenstemming met de op hem rustende verantwoordelijkheid, voortvloeiende uit de voor hulpverleners geldende professionele standaard. Over de zorgplicht van een andere *professional* - de makelaar - schrijft Dammingsh (2002), p. 80-84.

*4.4.2 Artikel 7:402 BW*

"De opdrachtnemer is gehouden gevolg te geven aan tijdig verleende en verantwoorde aanwijzingen omtrent de uitvoering van de opdracht."

Deze bepaling roept weinig vragen op ingeval de opdrachtgever inzicht heeft in de eisen en vaardigheden waarover de opdrachtnemer moet beschikken om zijn opdracht naar behoren te kunnen vervullen. Dit geldt in het bijzonder als de opdrachtgever persoonlijk beschikt over de kwaliteiten om de desbetreffende werkzaamheden zélf uit te voeren maar deze - om hem moverende redenen - opdraagt aan een ander. In die verhouding zullen aanwijzingen omtrent de uitvoering van de opdracht, mits tijdig gegeven, reeds snel verantwoord worden geacht. Denk aan de hoogleraar burgerlijk procesrecht die om processuele redenen de bijstand van een advocaat en procureur behoeft.

De situatie ligt anders indien de opdracht wordt gegeven omdat de eigen deskundigheid van de opdrachtgever tekort schiet. Zo zal de doorsnee hartpatiënt die toestemming heeft gegeven voor een hartoperatie, niet in staat zijn tijdig en verantwoorde aanwijzingen te geven aan de hartchirurg. De hartchirurg als opdrachtnemer behoort aanwijzingen van de patiënt te negeren indien hij moet begrijpen dat deze beter niet kunnen worden opgevolgd.

Naarmate de opdrachtnemer over meer deskundigheid beschikt dan de opdrachtgever om de opdracht naar behoren te kunnen uitvoeren, neemt de eigen verantwoordelijkheid van de opdrachtnemer toe. De "professionele autonomie" kan onder die omstandigheden vergen dat de opdrachtnemer weigert de aanwijzing op te volgen, dan wel zijn opdracht teruggeeft.<sup>29</sup>

Het is denkbaar dat deze situatie zich voordoet in de verhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgever. Van het pensioenfonds wordt gevergd dat hij het vermogensbeheer voert conform hoge professionele standaarden. Deze deskundigheid is niet in dezelfde mate aanwezig bij de belanghebbenden en de maatschappelijke omgeving waarin het pensioenfonds functioneert. Er zullen bij voortduring belanghebbenden zijn die op grond van de actuele beleggingsresultaten vragen om een ander beleggingsbeleid. Professioneel beleggingbeleid kan vergen dat aan die druk weerstand wordt geboden; het beleggingsbeleid zal zonodig contrair

---

29 Asser-Kortmann (1994), nr. 61 en Pitlo-Du Perron (1995), p. 226-227.

#### Hoofdstuk 4

moeten gaan aan de markt. Aan pro-cyclisch beleggen zijn grote risico's zijn verbonden zoals is gebleken uit de desastreuze gevolgen van de "dotcom bubble" eind jaren negentig en de neergang van de aandelenmarkt in de daaropvolgende jaren.

Dat is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Pensioenfondsen en hun belanghebbenden wensen positieve beleggingsresultaten, niet alleen op lange doch ook op korte termijn. Het is twijfelachtig of die wensen verenigbaar zijn.<sup>30</sup>

Er zijn verschillende situaties denkbaar waarbij het pensioenfonds zich moet verzetten tegen de instructies van de opdrachtgever. De achtergrond daarvan is dat het pensioenfonds belangen moet afwegen die niet altijd parallel lopen. Bod schrijft in dit verband:

"Het pensioenfonds heeft [ook] tot taak de pensioenbelangen van al degenen voor de aldus verzekerde pensioenen bestemd zijn (actieve deelnemers, gewezen deelnemers, nagelaten betrekkingen, gepensioneerden) op evenwichtige te behartigen (...). De PSW schrijft daarom uitdrukkelijk voor (...) dat het bestuur bij het vervullen van zijn taak er voor moet zorgen dat alle belanghebbenden zich door het bestuur op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.

Teneinde deze taak, die de behartiging van uiteenlopende pensioenbelangen omvat, op de juiste wijze te kunnen vervullen, dient het fondsbestuur ter uitvoering van de pensioenregeling autonoom te kunnen handelen, uiteraard binnen de grenzen van de doelstelling van het pensioenfonds."<sup>31</sup>

Deze taak is nog lastiger als we aannemen dat het pensioenfonds niet alleen rekening moet houden met de belangen van de begunstigten maar ook met de belangen van de werkgever(s). Zo kan de financiële situatie waarin de werkgever zich bevindt aanleiding zijn voor een (dringend) verzoek c.q. instructie aan het pensioenfonds de pensioenpremie vast te stellen op een niveau dat niet kostendekkend is. In dat geval heeft het pensioenfonds een eigen verantwoordelijkheid om af te wegen of de solvabiliteit van het pensioenfonds de inwilliging van dat verzoek toestaat.

Het pensioenfonds zal moeten beoordelen of de aanwijzing van de opdrachtgever binnen het kader van de opdracht valt. Aanwijzingen die het bereik van de door het pensioenfonds aanvaarde opdracht te buiten gaan

---

30 Vgl. ook Myners (2001), p. 8 en Maatman (2001a).

31 Bod (1996), p. 48.

of aanwijzingen die onverantwoord of onredelijk zijn, behoeft het pensioenfonds niet op te volgen.<sup>32</sup>

Het verzet van het pensioenfonds tegen een aanwijzing van de opdrachtgever kan verschillende vormen aannemen, variërend van een waarschuwing voor de gevolgen tot de weigering om aan een instructie gevolg te geven. Als de opdrachtgever niet accepteert dat het pensioenfonds zich verzet tegen de door hem gegeven aanwijzing ontstaat een impasse. In zijn algemeenheid kunnen opdrachtgever en opdrachtnemer die impasse doorbreken door de overeenkomst op te zeggen wegens gewichtige redenen.<sup>33</sup>

Opzegging van de pensioenovereenkomst door het pensioenfonds is echter niet goed voorstelbaar. Het bestuur van een pensioenfonds dat geen verantwoordelijkheid wil dragen voor de uitvoering van instructies van de opdrachtgever zal (dreigen met) aftreden. Het bestuur zal dat mijns inziens niet lichtvaardig mogen doen. Daarbij speelt een rol dat het hier gaat om een driepartijenovereenkomst. Op grond van de PSW rust op de pensioenfondsbestuurder de autonome taak om zich bij de vervulling van zijn taak te richten naar "de" belangen van "de belanghebbenden".<sup>34</sup> Hoewel de implicaties van deze norm allerm minst vaststaan kan zij mijns inziens vergen dat het pensioenfondsbestuur zich "wederspanning" behoort op te stellen jegens de opdrachtgever, in het belang van de begunstigden.<sup>35</sup>

Opzegging door de opdrachtgever is minder onwaarschijnlijk, althans indien het een ondernemingspensioenfonds betreft.<sup>36</sup> In hoeverre de werkgever als opdrachtgever van het pensioenfonds daarbij de medewerking behoeft van (vertegenwoordigers van) de begunstigden zal afhangen van de pensioenovereenkomst. Het lijkt me dat we doorgaans niet aan opzegging toekomen. In de regel zal de rechtsverhouding aldus zijn

---

32 Asser-Kortmann (1994), nr. 61 en Pitlo-Du Perron (1995), p. 227.

33 Artikel 7:408 lid 2 BW. Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 61 en Pitlo-Du Perron (1995), p. 226-227.

34 Vgl. artikel 5 lid 4 PSW.

35 Ook Lutjens (2000a). p. 51-52, benadrukt de eigen verantwoordelijkheid van het pensioenfonds en de autonome, zonodig onafhankelijke opstelling van het pensioenfonds ten opzichte van de werkgever. Zie ook Stolker (T&C). In zoverre lijkt de verantwoordelijkheid van het bestuur op die van de geneeskundige hulpverlener. Die kan, behoudens gewichtige redenen, de behandelingsovereenkomst niet opzeggen (artikel 7:460 BW). Het zwaarwegende belang van de gezondheid van de patiënt laat niet toe dat de behandelingsovereenkomst zonder meer kan worden opgezegd en de hulpverlening gestaakt.

36 Bij een bedrijfstakpensioenfonds ligt dit gecompliceerder als gevolg van de zogeheten verplichtstelling, neergelegd in de Wet Bpf 2000.

#### *Hoofdstuk 4*

vormgegeven dat de werkgever(s) met medewerking van (vertegenwoordigers van) de begunstigden in staat is het bestuur van het pensioenfonds te vervangen, waardoor controle kan worden verkregen over de opdrachtnemer. Indien dit te lang zou duren kan het bestuur van het pensioenfonds in een impasse komen te verkeren. Dit kan gevolgen hebben voor de financiële toestand en/of het functioneren van het pensioenfonds. In dat geval kan de PVK overgaan tot bestuurlijk ingrijpen.<sup>37</sup>

#### *4.4.3 Artikel 7:403 BW*

"De opdrachtnemer moet de opdrachtgever op de hoogte houden van zijn werkzaamheden ter uitvoering van de opdracht en hem onverwijld in kennis stellen van de voltooiing van de opdracht, indien de opdrachtgever daarvan onkundig is.

De opdrachtnemer doet aan de opdrachtgever verantwoording van de wijze waarop hij zich van de opdracht heeft geweten. Heeft hij bij de uitvoering van de opdracht ten laste van de opdrachtgever gelden uitgegeven of te diens behoeve gelden ontvangen, dan doet hij daarvan rekening."

#### *Informatieverstrekking*

Het pensioenfonds dient de begunstigden te informeren over de wijze waarop hij uitvoering geeft aan de pensioenovereenkomst. Dit wordt beschouwd als één van de drie hoofdtaken van een pensioenfonds.<sup>38</sup> Uit de pensioenovereenkomst kan voor het pensioenfonds de verplichting voortvloeien om verscheidene pensioenproducten te ontwikkelen en uit te voeren (bijvoorbeeld een defined benefit ouderdomspensioen en een "vrijwillige" defined contribution-regeling die dient als aanvulling op het ouderdomspensioen). Aan de begunstigden kan de mogelijkheid worden geboden bepaalde keuzes te maken (bijvoorbeeld de mogelijkheid tot uitstreding op verschillende leeftijden of de mogelijkheid om een recht uit een defined contribution-regeling "in te wisselen" voor een verhoogd ouderdomspensioen). Het pensioenfonds zal dergelijke mogelijkheden moeten "faciliteren" en de begunstigden daaromtrent moeten informeren, als het de daartoe strekkende opdracht heeft aanvaard.

De informatieplicht is voor een deel in de wet verankerd. In paragraaf 4.3.1 kwamen reeds de relevante artikelen 17 lid 1, 17a, 8 lid 4, 8a lid 4 en 32h PSW aan de orde. Bijzondere informatieverplichtingen kunnen boven-

---

37 Vgl. de artikelen 23, 23l en 23m van de PSW.

38 Vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 1; SER (2002), p. 7.

dien volgen uit artikel 6b PSW. Op grond van dit artikel heeft de deelnemersraad van het pensioenfonds de bevoegdheid om gevraagd en ongevraagd advies uit te brengen over tal van onderwerpen. Het pensioenfondsbestuur dient aan de deelnemersraad alle inlichtingen te verstrekken die deze voor de vervulling van zijn taak redelijkerwijze nodig heeft.<sup>39</sup> Verdergaande informatieverplichtingen kunnen voortvloeien uit de pensioenovereenkomst.

Pensioenfondsen gaan daarnaast vrijwillig over tot "disclosure" van informatie die voor belanghebbenden of voor "het publiek" relevant wordt geacht. Voorbeelden zijn kwartaalberichten waarin de ontwikkeling van de vermogenspositie van het pensioenfonds wordt uiteengezet en informatie over het door het pensioenfonds gevoerde corporate governance beleid.<sup>40</sup> Bij grote pensioenfondsen zijn zoveel belanghebbenden betrokken dat informatie efficiënter kan worden verstrekt aan eenieder dan "desgevraagd" aan enkelingen.

Verdedigbaar lijkt mij dat de werkgever(s) en de begunstigden jegens het pensioenfonds recht hebben op *alle* door hen gewenste informatie, tenzij het pensioenfonds aannemelijk maakt dat de belangen van anderen door het verstrekken van die informatie worden geschaad. Deze vergaande informatieverplichtingen kunnen mijns inziens worden herleid tot het fiduciaire karakter van de rechtsverhouding tussen pensioenfonds en de belanghebbenden. Onnodige terughoudendheid in de informatievoorziening kan gemakkelijk leiden tot wantrouwen en een verstoorde verhouding tussen opdrachtgever en opdrachtnemer.

Deze behoefte aan transparantie wordt maatschappelijk steeds breder gevoeld. Zij is zichtbaar in alle (rechts)verhoudingen waarbij sprake is van een scheiding tussen zeggenschap en (economisch) belang. Dit geldt *a fortiori* bij organisaties die werkzaam zijn met financiële middelen die door overheidsdwang zijn verkregen. Degene die macht heeft moet laten zien dat die macht wordt uitgeoefend in overeenstemming met een doel.<sup>41</sup> De discussie over corporate governance is een belangrijke motor geweest voor deze ontwikkeling.<sup>42</sup>

---

39 Artikel 6b lid 4 PSW.

40 In de Code Tabaksblat (2003) wordt verantwoording daaromtrent als "best practice" aanbevolen, vgl. § IV.4.

41 Vgl. Korteweg (2003): "Macht moet een doel hebben en dat doel bevorderen".

42 Zie ook het rapport van de High Level Group (2002) met betrekking tot de hervorming van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in Europese landen. De High Level Group doet de aanbeveling dat institutionele beleggers dienen



In haar notitie "Hoofddijnen voor een nieuwe Pensioenwet" heeft de regering aangekondigd hogere eisen te zullen stellen aan de voorlichting over de pensioenregeling. Zij is voornemens een regeling te ontwerpen waarin onderscheid gemaakt wordt tussen informatieverstrekking over de inhoud van de pensioenregeling (waarvoor de werkgever verantwoordelijk is) en de uitvoering van de regeling, waarvoor het pensioenfonds de verantwoordelijkheid draagt. Zij wil tevens de werkgever verplichten werknemers "in duidelijke en begrijpelijke bewoordingen" te informeren over de deelname aan de pensioenregeling en de opbouw van pensioenrechten en de eventuele risico's die daaraan vastzitten. Die informatie moet binnen drie maanden na indiensttreding worden verstrekt in, wat de regering noemt, een toetredingsbrief. Het belang van die informatie neemt toe als beschikbare premiereregelingen (waarbij het beleggingsrisico wordt verlegd naar de deelnemers) een hogere vlucht nemen. Dergelijke pensioenregelingen zullen waarschijnlijk ook moeten worden voorzien van een financiële bijsluiter.<sup>43</sup>

Ook uit de Pensioenrichtlijn vloeit voort dat pensioenfondsen veel meer informatie moeten verstrekken aan de deelnemers en pensioenge-rechtigden dan onder de PSW het geval is. Artikel 11 van de Pensioen-richtlijn sluit aan bij de door de regering aangekondigde eisen met betrek-king tot de "pension deal". Blijkens artikel 12 zal elk pensioenfonds boven-dien een "Verklaring inzake de beleggingsbeginselen" moeten opstellen waarin ten minste de hoofddijnen van het beleggingsbeleid en het risicobe-heer zijn opgenomen. De verplichting tot het verstrekken van informatie hangt samen met de beleggingsvrijheid die aan het pensioenfonds gegund wordt. Door transparantie te betrachten dient het pensioenfonds aanne-melijk te maken dat het die vrijheid op een verantwoorde wijze benut. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 7.<sup>44</sup>

---

te worden verplicht "to disclose their voting policies to their beneficiaries and, at the request of their beneficiaries, their voting records in individual cases." Zie ook de Code Tabaksblat (2003), principe IV.4.

43 Vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 1.

44 Het is interessant om hier een parallel te trekken met de overeenkomst inzake ge-neeskundige behandeling. We kunnen de geneeskundige hulpverlener beschouwen als de rechtspersoon die het pensioenfonds in stand houdt, respectievelijk de manage-mentorganisatie van het pensioenfonds. Voor een juist begrip van de vergelijking moeten we de patiënt scheiden in lichaam en geest. De hulpverlener (de rechts-persoon) moet de geest (de belanghebbenden) informeren over de staat van het lichaam (het pensioenfonds). Artikel 7:448 BW bepaalt dat de geneeskundige hulpverlener de patiënt op duidelijke wijze en desgevraagd schriftelijk moet inlichten over het voorgenomen onderzoek en de voorgestelde behandeling en over de

### *Verantwoordingsplicht*

De wijze waarop het pensioenfonds uitvoering geeft aan zijn informatieverplichting wordt thans nog veelal gekenmerkt door een zekere vrijblijvendheid; het pensioenfonds kan deze verplichting terughoudend of ruimhartig nakomen. Die beleidsvrijheid neemt af op het moment dat de informatieverplichting zich toespitst op concrete aspecten van de taakopdracht. Op dat moment transformeert de informatieplicht in een verantwoordingsplicht. "[De] verantwoordingsplicht reikt verder dan de (...) informatieplicht tijdens de uitvoering van de opdracht. (...) De verantwoordingsplicht omvat mede het verschaffen van informatie, maar zij strekt er tevens toe aan de opdrachtgever inzicht te verschaffen in het hoe en waarom van de verrichtingen van de opdrachtgever", aldus Kortmann.<sup>45</sup>

Aan de verantwoording zullen andere eisen worden gesteld naar gelang de complexiteit van de te verrichten werkzaamheden, het zakelijke karakter van de verhouding tussen opdrachtgever en opdrachtnemer, de aan de opdrachtnemer gelaten beoordelingsvrijheid en de duur van de overeenkomst. De verantwoording kan contractueel zijn bedongen en van specifieke eisen voorzien. In overeenkomsten van individueel vermogensbeheer is dat essentieel, bijvoorbeeld als het gaat om rapportages omtrent de beleggingsresultaten in het licht van de daarvoor geldende vergelijkingsmaatstaven ("benchmarks") en risicokaders ("tracking error").

### *Rekenplicht*

Reeds in 1851 bepaalde de Hoge Raad dat rekenplichtig zijn de personen die voor of ten behoeve van anderen beheer voeren krachtens een rechts-

---

ontwikkelingen omtrent het onderzoek, de behandeling en de gezondheidstoestand van de patiënt. De patiënt die jonger is dan 12 jaar dient te worden geïnformeerd op zodanige wijze als past bij zijn bevattingsvermogen. De geneeskundig hulpverlener dient zich bij de nakoming van zijn informatieplicht te laten leiden door hetgeen de patiënt redelijkerwijze dient te weten ten aanzien van de aard en het doel van het onderzoek of de behandeling die hij noodzakelijk acht en van de uit te voeren verrichtingen; de te verwachten gevolgen en risico's daarvan voor de gezondheid van de patiënt; andere methoden van onderzoek of behandeling die in aanmerking komen; de staat van en de vooruitzichten met betrekking tot diens gezondheid voor wat betreft het terrein van onderzoek of de behandeling. De hulpverlener mag de patiënt bedoelde inlichtingen slechts onthouden voor zover het verstrekken ervan kennelijk ernstig nadeel voor de patiënt zou opleveren.

45 Asser-Kortmann (1994), nr. 63.

verhouding welke tot de rechtvaardiging van vermogensrechtelijk beleid verplicht.<sup>46</sup>

Uiteraard is ook het pensioenfonds rekenplichtig. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat de inhoud van hetgeen als rekening en verantwoording mag worden verlangd, telkens [wordt] bepaald door de aard van de rechtsverhouding welke verplicht tot het zich omtrent de behoorlijkheid van enig vermogensrechtelijk beleid te rechtvaardigen, en de omstandigheden van het gegeven geval.<sup>47</sup>

Prinsen verstaat onder het voeren van beheer het uitoefenen van zeggenschap over gelden of goederen die aan een ander toebehoren. Hij stelt daaraan gelijk stelt het geval dat het *economisch belang* bij de gelden of goederen bij een ander dan de beheerder berust.<sup>48</sup>

Het pensioenfonds legt rekening en verantwoording af, primair in zijn jaarrekening. De daartoe strekkende verplichting is opgenomen in artikel 10b PSW.<sup>49</sup>

Het pensioenfonds zal moeten uitleggen of zijn beleggingsbeleid adequaat is afgestemd op zijn verplichtingenstructuur (matching van rechten en verplichtingen).<sup>50</sup> De beleggingsresultaten moeten worden geëvalueerd en er moet een zogeheten performance-attributie plaatsvinden. Onder dit laatste wordt verstaan een analyse van de oorzaken van de beleggingsresultaten; moeten zij worden toegeschreven aan de algemene marktontwikkelingen zoals de wereldwijde conjunctuur of aan nauwelijks in te schatten en niet te beïnvloeden ontwikkelingen zoals valutakoersen, of aan de

---

46 HR 7 februari 1851, W. 1200. Zie ook de overige jurisprudentie aangehaald door Prinsen (1995), p. 9.

47 HR 2 december 1994, NJ 1995, 548. Zie ook HR 21 maart 1958, NJ 1961, 167.

48 Althans, zo interpreteer ik p. 15 jo. p. 37-45 van Prinsen (1995).

49 Titel 9 van Boek 2 BW is van toepassing op een stichting die een onderneming in stand houdt, tenzij de stichting uit anderen hoofde verplicht is een financiële verantwoording op te stellen die gelijkwaardig is aan een jaarrekening als bedoeld in titel 9 Boek 2 BW, aldus artikel 2:360 lid 3 BW. Pensioenfondsen die op grond van artikel 10b en 11 PSW verplicht zijn een jaarrekening op te stellen vallen onder deze uitzondering, aldus T&C (Koning) onder verwijzing naar de MvT bij artikel 2:360 BW. Anders Beckman (1997), p. 40. Voor zover mij bekend gaat de praktijk ervan uit dat de jaarrekening van het pensioenfonds dient te voldoen aan de eisen van Titel 9 Boek 2 BW, tenzij de drempelbedragen, bedoeld in artikel 2:360 lid 3 BW niet worden overschreden.

50 De vermogenssamenstelling ("strategische allocatie") naar beleggingscategorieën en regio's zal moeten worden geëvalueerd. Het pensioenfonds zal blijk moeten geven van een analyse van het risicoprofiel van deze vermogenssamenstelling in het licht van al zijn rechten en verplichtingen, zowel op korte als op lange termijn.

specifieke kwaliteiten van de vermogensbeheerder.<sup>51</sup> Ook moet worden beoordeeld of het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille ex post in overeenstemming is geweest met de verwachtingen. Op grond daarvan kan worden geoordeeld of het pensioenfonds in staat is tot adequaat risicobeheer.<sup>52</sup>

De rekenplichtigheid heeft niet alleen betrekking op het beleggingsbeleid in relatie tot de verplichtingenstructuur. Er zal ook verantwoording moeten worden afgelegd over de besteding van de budgetten, de kosten die gemoeid zijn met het vermogensbeheer bestaande uit personeelskosten, huur en automatisering en de vergoedingen die betaald zijn aan externe vermogensbeheerders en custodians.

Naast de hier genoemde informatie- en verantwoordingsplichten rust op het pensioenfonds de verplichting de PVK periodiek van informatie te voorzien. Artikel 10b lid 8 PSW biedt daarvoor de grondslag. Krachtens dit artikel zijn bij amvb regels gesteld "omtrent het in bepaalde gevallen meermalen per jaar overleggen van gegevens of verklaringen" aan de PVK. De desbetreffende amvb is het "Besluit staten pensioenfonds".<sup>53</sup>

#### *4.4.4 Artikel 7:404 BW*

"Indien de opdracht is verleend met het oog op een persoon die met de opdrachtnemer of in zijn dienst een beroep of bedrijf uitoefent, is die persoon gehouden de werkzaamheden nodig voor de uitvoering van de opdracht, zelf te verrichten, behoudens voor zover uit de opdracht voortvloeit dat hij deze onder zijn verantwoordelijkheid

---

51 Ook die kwaliteiten kunnen verder worden geanalyseerd. Vloeien de resultaten voort uit de asset- of regio-allocatie, aan de selectie van sectoren (bijvoorbeeld financiën, energie of technologie) of aan de selectie van individuele titels binnen sectoren (bijvoorbeeld een voorkeur voor Koninklijke Olie boven BP of Exxon).

52 Dit wordt beoordeeld in statistiektermen. Stel dat het pensioenfonds het volgende risicoprofiel kiest: een kans van 95% dat de beleggingsresultaten 2%-punten afwijken (in negatieve dan wel positieve zin) van de benchmark (een fictieve beleggingsportefeuille bestaande uit bijvoorbeeld 40% aandelen, 40% vastrentende waarden en 20% onroerend goed, verdeeld over bepaalde internationale regio's). Als dit pensioenfonds in enkele opeenvolgende jaren uitslagen laat zien die aanmerkelijk groter zijn dan 2% dan moeten vraagtekens worden geplaatst bij de kwaliteit van de afdeling Riskmanagement van dit pensioenfonds. Dat geldt óók indien de afwijking voordelig uitpakt; zij duidt erop dat de vermogensbeheerder bij de uitvoering van het beleggingsbeleid meer risico's heeft aanvaard dan vooraf was afgesproken.

53 Besluit van 18 augustus 1998, Stb. 1998, 545, voor het laatst gewijzigd bij besluit van 14 september 2001, Stb. 2001, 415. De PVK heeft nadere regels gesteld met betrekking tot de in te dienen staten in haar circulaires 3.01/2001-1672 van 30 maart 2001 en 3.01/200-1747 van 6 april 2000.

#### Hoofdstuk 4

door anderen mag laten uitvoeren; alles onverminderd de aansprakelijkheid van de opdrachtnemer."

Het was in oorsprong vanzelfsprekend dat een vertrouwensrelatie ten grondslag diende te liggen aan een overeenkomst van vermogensbeheer. Voor de *fiducia cum amico* gold dat het vermogen aan de fiduciaris werd toevertrouwd op grond van zijn persoonlijke eigenschappen.

De plicht tot persoonlijke taakuitoefening is bij financiële dienstverlening lang gehandhaafd. Aspecten daarvan zijn nog herkenbaar in het begrip "private banking" als vorm van bancaire dienstverlening aan vermogende particulieren. Hoewel diensten van vermogensbeheer soms nog worden aangeboden door natuurlijke personen wordt financiële dienstverlening thans nagenoeg uitsluitend verricht door rechtspersonen.<sup>54</sup> Daaraan ten grondslag ligt het grote financiële belang dat met die dienstverlening is gemoeid, het daarmee samenhangende risico van persoonlijke aansprakelijkheid en de continuïteit van de dienstverlening.

Denkbaar is dat een vermogensbeheerder wordt aangezocht omdat in zijn dienst één of meer individuen werkzaam zijn waarin de opdrachtgever bijzonder veel vertrouwen stelt. Mogelijk hebben die individuen zich persoonlijk ingezet bij de acquisitie van de desbetreffende opdrachtgever en hebben zij zich tevens verbonden tot persoonlijke betrokkenheid bij de uitvoering van de opdracht. Bij vermogensbeheer voor professionele partijen zoals pensioenfondsen is dat echter zelden het geval. Uitzonderingen komen voor in de sfeer van de zogeheten alternative investments, waaronder beleggingen in private equity en hedge funds.<sup>55</sup> Het succes van alternative investment funds is afhankelijk van de kwaliteit van individuen. Het zijn vaak enkelingen in de organisatie van de beheerder die met hun ervaring en deskundigheid bewerkstelligen dat de beheerder bepaalde trends of inefficiënties eerder onderkent dan andere marktpartijen en deze kennisvoorsprong kan omzetten in financieel voordeel. Als deze sleutelfi-

---

54 Vgl. de personen die als vermogensbeheerder staan ingeschreven in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten.

55 Alternative investments is een verzamelnaam voor beleggingen die gekenmerkt worden door een bijzonder risico- en rendementsprofiel. Het afwijkende profiel van alternative investments is het gevolg van (i) de karakteristieken van het beleggingsobject (het goed waarin wordt belegd) dan wel (ii) de bijzondere kenmerken van de beleggingsstrategie. Voorbeelden van (i) zijn private equity, bulkgoederen (*commodities*) en *index linked bonds*. Voorbeelden van (ii) zijn beleggingen in zogeheten hedge funds. Nader hierover Maatman en Palmen (2002), p. 13-15. Vgl. ook Tamminga (2004).

guren hun carrière beëindigen of elders voortzetten kan dat grote afbreuk doen aan het vertrouwen van de beleggers in de beheerder. Met het oog op die situatie is voorstelbaar dat artikel 7:404 BW toepassing kan vinden, ware het niet dat Nederlands recht zelden van toepassing is op dergelijke contracten.<sup>56</sup> Overigens geldt dat het rechtsgevolg van artikel 7:404 BW - hoofdelijke gebondenheid - zo ingrijpend is dat een extensieve uitleg van de bepaling niet voor de hand ligt.<sup>57</sup>

Buiten de categorie van de alternative investments hebben veel professionele beleggers afscheid genomen van de opvatting dat bepaalde individuen op grond van hun persoonlijke kwaliteiten in staat zouden zijn te voorspellen welke koersbewegingen van markten, rente, valuta en individuele ondernemingen mogen worden verwacht. Op grond van de theorie omtrent efficiënte markten wordt betwijfeld of het mogelijk is stelselmatig een beter beleggingsresultaat te boeken dan "de markt".<sup>58</sup> De daaraan ten grondslag liggende veronderstelling is dat alle relevante kennis in de prijs van ter beurze genoteerde vermogenstitels is verdisconteerd. Individuen zijn niet in staat om meer kennis te vergaren dan "de markt" op grond waarvan zij ondergewaarde of overgewaarde effecten kunnen selecteren om die kennis vervolgens te verzilveren.<sup>59</sup>

---

56 Dikwijls bedingt de belegger die deelneemt in dergelijke structuren het recht zijn positie in het fonds voortijdig te liquideren, dan wel ontslag van verdere inbrengverplichtingen ("capital commitments"). Dit beding staat bekend als de "key men clause". Vgl. Maatman en Palmes (2002), p. 54.

57 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 70 die met een beroep op de uitschakelbepaling van artikel 7:400 lid 2 BW hoofdelijke aansprakelijkheid wil voorkomen en Pitlo-Du Perron (1995), p. 230-231 die kiest voor een beperkte uitleg waardoor persoonlijke aansprakelijkheid van de werknemer niet spoedig intreedt. Zie ook Wessels (1993).

58 Deze theorie kent verschillende varianten, afhankelijk van de vraag of het inzicht van de belegger betrekking heeft op respectievelijk historische informatie, openbaar toegankelijke informatie of niet geopenbaarde informatie. Vgl. Macey (1998), p. 37-46.

59 De theorie omtrent efficiënte markten lijkt echter niet uit te sluiten dat een belegger betere beleggingsresultaten behalen dan "de markt". Een voorbeeld is Warren Buffett die ervan overtuigd was dat ICT-aandelen in de laatste jaren van de twintigste eeuw overgewaardeerd waren en daarin veel minder belegde dan "de markt". Hij aanvaardde het risico van (tijdelijke) "underperformance", en achteraf terecht. Vgl. over Buffett's beleggingsstrategie: Boer (2003) en Statman & Scheid (2002). Ik zie niet goed hoe bepaalde varianten van die theorie verenigbaar zijn met het gegeven dat aandelen overgewaardeerd kunnen zijn als gevolg van boekhoudschandalen, zoals het geval was bij Enron, Ahold en Parmalat. Voorts sluit deze theorie mijns inziens niet uit dat bepaalde beleggers zoals pensioenfondsen in staat zouden moeten zijn om betere beleggingsresultaten te behalen dan "de markt" omdat zij kunnen beleggen met een langere beleggingshorizon. Ik kom daarop terug in § 6.2.

Professionele opdrachtgevers hechten aan een transparant en consistent beleggingsproces dat onafhankelijk van persoonlijke individuele kwaliteiten van mensen kan worden uitgevoerd; de opdrachtgever wil bij voorkeur continuïteitsrisico's vermijden. Het beleggingsproces omvat de ontwikkeling en het onderhoud van een beleggingsstrategie, het verrichten van transacties en het toezien op de juiste afwikkeling daarvan, de verantwoording in het grootboek en de rapportage aan de opdrachtgever. In de "periferie" van dat proces zien we personen die belast zijn met research, interne controle, risicobeheer en juridische en fiscale ondersteuning. Een vermogensbeheerder wordt aangesteld op grond van de betrouwbaarheid van zijn *organisatie*; de selectie van vermogenstitels vindt veelal mede plaats op basis van kwantitatieve modellen en wordt daarmee afhankelijk van de kwaliteit van de informatie en communicatietechnologie waarover de vermogensbeheerder de beschikking heeft.

Het meest extreme voorbeeld van de "gedepersonificeerde" vermogensbeheerder is de indexbelegger. Zijn beleggingsdoelstelling is zo nauwgezet mogelijk het beleggingsresultaat van een obligatie- of aandelenindex te evenaren. Dit proces is geheel ontdaan van het vermogen de juiste individuele titels te selecteren; zijn opdracht is "slaafse" navolging van de index. Bepaalde persoonlijke kwaliteiten krijgen meer betekenis als de vermogensbeheerder de opdracht krijgt een beter beleggingsresultaat dan de index te behalen ("outperformance") door posities in te nemen die afwijken van de index.

In deze omgeving is weinig plaats voor de toepassing van artikel 7:404 BW. In overeenkomsten van vermogensbeheer komt weliswaar de bepaling voor dat de rechtspersoon die de diensten van vermogensbeheer verricht gehouden is tot persoonlijke dienstverlening (waardoor het hem niet vrijstaat de kenmerkende prestaties door uitbesteding te betrekken van derden) doch op die verhouding ziet artikel 7:404 BW niet.

Niettemin zijn sinds het einde van de jaren '90 tendensen zichtbaar die erop duiden dat bij het aanbod van diensten van vermogensbeheer persoonlijke kwaliteiten aan belang winnen. Daaraan liggen (i) zakelijke overwegingen en (ii) integriteitsaspecten ten grondslag.

Wat de *zakelijke overwegingen* betreft wees ik hiervoor reeds op de zoektocht naar *outperformance* door beleggingen te verrichten op niet genoteerde markten. Door een gebrek aan transparantie is het op die markten wellicht wél mogelijk een kennisvoorsprong op te bouwen die verzilverd kan worden.

Wat *integriteit* betreft zien wij dat de depersonificatie van het vermogensbeheer aan sommige individuen de gelegenheid heeft geboden om, verscholen achter de rechtspersoonlijkheid, misbruik te maken van een vertrouwenspositie. Mede daarom is het Dutch Securities Institute opgericht dat eisen stelt aan natuurlijke personen die, al dan niet in dienst van een rechtspersoon, betrokken zijn bij de uitvoering van diensten van vermogensbeheer. De eisen zijn van dien aard dat de betrokken individuen zich bewust zijn van de voor integriteit geldende maatstaven. Handelen in strijd met die maatstaven leidt tot tuchtrechtelijke sancties met als uiterste gevolg feitelijke uitsluiting van de beroepsuitoefening.<sup>60</sup> Het resultaat van dit toezicht is dat persoonlijke dienstverrichting weer aan belang wint.

#### 4.5 Verplichtingen uit lastgeving

De rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden kunnen wij duiden als lastgeving, dan wel als "een andere overeenkomst dan lastgeving krachtens welke de ene partij verplicht of bevoegd is voor rekening van de andere partij rechtshandelingen te verrichten".<sup>61</sup> Dit opent de mogelijkheid dat de artikelen 7:415-423 BW daarop rechtstreeks of van overeenkomstige toepassing zijn, voor zover de strekking van de (pensioen)overeenkomst zich daartegen niet verzet.

Een drietal bepalingen komt mijns inziens zonder meer voor toepassing in aanmerking.

##### 4.5.1 Artikel 7:416 lid 1 BW: restricties ten aanzien van *Selbsteintritt*

"Tenzij anders is overeengekomen kan de lasthebber slechts als wederpartij van de lastgever optreden, indien de inhoud van de rechtshandeling zo nauwkeurig vaststaat dat strijd tussen beider belangen is uitgesloten."

*Selbsteintritt* behelst de rechtshandeling waarbij de lasthebber als gevolmachtigde van de lastgever met zichzelf een overeenkomst sluit of een andere rechtshandeling verricht.<sup>62</sup> De lasthebber treedt daarbij op in twee hoedanigheden: qualitate qua (als vertegenwoordiger van de lastgever) en

---

60 Vgl. [www.stichting-dsi.nl](http://www.stichting-dsi.nl).

61 Artikel 7:424 BW.

62 Vgl. ook Dammingh (2002), p. 136-139.



voor zichzelf. Dit opent de mogelijkheid dat de lasthebber zijn eigen belang laat prevaleren boven het belang van lastgever.<sup>63</sup>

*Selbsteintritt* is moeilijk voorstelbaar bij een pensioenfonds dat werkzaam is voor slechts één onderneming of voor één bedrijfstak. Alle door dit pensioenfonds verrichte rechtshandelingen komen onmiddellijk dan wel uiteindelijk voor rekening van de belanghebbenden. Het pensioenfonds heeft "er geen eigen belang bij" voor zichzelf te handelen. In economische zin wordt de *Selbsteintritt* bij een pensioenfonds "getransformeerd" in het dienen van twee heren: enerzijds de lastgever (als één van de belanghebbenden) en anderzijds het collectief van belanghebbenden, dan wel een deelverzameling daarvan (bijvoorbeeld de begunstigden).

Dat geldt niet voor de verhoudingen in juridische zin. Zo is denkbaar dat het pensioenfonds (met inachtneming van het bepaalde in artikel 9b lid 2 PSW) beleggingstransacties tot stand brengt tussen zichzelf en de werkgever als lastgever. In de regel zal de werkgever zich bij die rechtshandelingen niet laten vertegenwoordigen door het pensioenfonds, doch uitgesloten is dat niet. In dat geval moet zijn voldaan aan de in artikel 7:416 BW vermelde voorwaarde, dat wil zeggen: de inhoud van de rechtshandeling moet zo nauwkeurig vaststaan dat strijd tussen het belang van de werkgever en het pensioenfonds is uitgesloten. Bovendien zou ik menen dat openheid moeten worden betracht omtrent de financiële voorwaarden van die transactie en de aanwezigheid van mogelijk andere potentiële belangenconflicten. Het pensioenfonds zal aannemelijk moeten maken dat er geen strijd is tussen beider belangen.<sup>64</sup>

Een spiegelbeeldige situatie is overigens ook denkbaar; de werkgever die als lasthebber van het pensioenfonds de desbetreffende rechtshandeling met zichzelf verricht. Ik sluit niet uit dat dergelijke rechtshandelingen voorkomen onder het grote aantal kleine ondernemingspensioenfondsen dat Nederland kent. Daaronder zijn er die voor het dagelijks beheer een beroep doen op personeel dat in dienst is van de werkgever. Daarin schuilt een potentieel belangenconflict. Het verdient mijns inziens de voorkeur dat

---

63 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nrs. 138-141; Pitlo-Du Perron (1995), p. 246-250; Van der Grinten (1993), p. 39-41.

64 Het betrachten van transparantie is een waarborg die erkenning vindt in artikel 7:418 BW, welk artikel betrekking heeft op overige gevallen van belangenconflicten. De lasthebber dient de lastgever te informeren over het aanwezige belangenconflict. Laat hij dit na, dan pleegt hij wanprestatie. Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 146; Pitlo-Du Perron (1995), p. 249-251.

het pensioenfonds bij dergelijke rechtshandelingen zélf optreedt en zich niet laat vertegenwoordigen door de werkgever. In alle gevallen zou ik menen dat moet worden voldaan aan het vereiste dat de desbetreffende transactie primair in het belang van het pensioenfonds is. Dat de rechtshandeling wellicht *tevens* de belangen van de werkgever dient lijkt mij aanvaardbaar.

Het beginselverbod op *Selbsteintritt* is van regelen recht.<sup>65</sup> In de overeenkomst van lastgeving kan worden bepaald dat de lasthebber, ook indien de inhoud van de rechtshandeling *niet* nauwkeurig vaststaat en belangentegenstellingen *niet* zijn uitgesloten, met zichzelf kan handelen. Als die bepaling echter zou voorkomen in een aan een pensioenfonds gegeven last, zal dat pensioenfonds toch altijd gebonden blijven aan de uit de PSW voortvloeiende normen die belangenconflicten tegengaan.

Artikel 7:416 BW verbindt een zware sanctie op handelen in strijd met de voor *Selbsteintritt* geldende restricties; de rechtshandeling is nietig, dan wel vernietigbaar.<sup>66</sup>

#### 4.5.2 Artikel 7:417 lid 1 BW: restricties ten aanzien van het dienen van twee heren

"Een lasthebber mag slechts tevens als lasthebber van de wederpartij optreden, indien de inhoud van de rechtshandeling zo nauwkeurig vaststaat dat strijd tussen de belangen van beide lastgevers is uitgesloten."

De vermogensbeheerder die twee heren wil dienen zal in de overeenkomst met zijn lastgevers die bevoegdheid moeten bedingen; artikel 7:417 BW is aanvullend recht.

Anders dan *Selbsteintritt* komt het dienen van twee heren onder pensioenfondsen veelvuldig voor, vooral in een "quasi" vorm. Er zijn pensioenfondsen die meer dan één pensioenregeling uitvoeren, bijvoorbeeld een ouderdomspensioen- en een vervroegde uittredingsregeling. In veel gevallen zullen de rechten en verplichtingen die samenhangen met die verschillende pensioenregelingen in administratieve zin gescheiden zijn en wordt gepoogd een afgescheiden vermogen tot stand te brengen, zonder rechtspersoonlijkheid. In dat geval is het pensioenfonds in staat tegen-

---

65 Asser-Kortmann (1994), nr. 138 en Castermans & Krans (T&C), artikel 7:416.

66 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 140; Pitlo-Du Perron (1995), p. 246-247; Van der Grinten (1993), p. 39.

gestelde transacties te verrichten voor rekening van twee vermogens die ten minste *administratief* gescheiden zijn.<sup>67</sup>

Bij het dienen van twee heren kunnen wij ook denken aan managementorganisaties die het vermogen van twee of meer pensioenfondsen beheren. Een voorbeeld is SPF Beheer B.V., dat optreedt als managementorganisatie van Stichting Spoorwegpensioenfonds en Stichting Pensioenfonds Openbaar Vervoer. Indien het ene pensioenfonds op grond van zijn asset-allocation een vermindering van zijn aandelenbelang wenst en het andere pensioenfonds een uitbreiding, kan de vermogensbeheerder transacties tussen beiden tot stand brengen. In effectenrechtelijke termen staat dit fenomeen bekend als "in house matching" of "crossings". In de persoon van de vermogensbeheerder komen vraag en aanbod samen. Een belangrijke beweegreden voor "in house matching" zal zijn dat de vermogensbeheerder voor beide partijen transactiekosten kan besparen, bestaande uit (de afwezigheid van) commissies en koersbeïnvloeding ("market impact").<sup>68</sup>

Bij het dienen van twee heren is behoedzaamheid geboden. De kans is groot dat de desbetreffende overeenkomst niet gelijkelijk in het belang van beide pensioenfondsen is. De vermogensbeheerder zal desgevraagd aannemelijk moeten maken dat hij de belangen van beide pensioenfondsen naar beste vermogen heeft gediend. Hij moet kunnen uitleggen welke feiten of omstandigheden aanleiding zijn om een tegengestelde transactie te verrichten voor beide opdrachtgevers. Tevens zal hij de prijsbepaling ten tijde van de transactie nauwkeurig moeten documenteren, bijvoorbeeld door de waarderingmethodiek vast te leggen en/of te verwijzen naar de op dat moment geldende beurskoersen.<sup>69</sup>

---

67 Illustratief is een passage in de brochure "Zelf beleggen met uw eigen pensioenkapitaal" van het Philips Pensioenfonds (p. 16): "Voor de volledigheid merken wij op, dat de door Philips Pensioenfonds samengestelde beleggingsfondsen geen beleggingsfondsen zijn in wettelijke zin. Zij zijn onderdeel van een administratief/organisatorische opzet binnen het Philips Pensioenfonds om op de individuele deelnemer toegesneden beleggingsprofielen te kunnen realiseren. De beleggingsfondsen hebben geen rechtspersoonlijkheid en vormen ieder een in administratieve, doch niet in juridische zin, afgescheiden deel van het vermogen van Philips Pensioenfonds. Aankopen en verkopen van participaties leiden dan ook niet tot vermogensverschuivingen in juridische zin, maar slechts tot wijzigingen in het profiel van de door Philips Pensioenfonds ten behoeve van de deelnemer gehouden beleggingen."

68 Zie ook Van 't Westeinde en Maatman (1999), p. 245-266.

69 De Autoriteit Financiële Markten heeft in 2002 onderzoek verricht naar het verschijnsel "in house matching", vgl. [www.afm.nl](http://www.afm.nl). In house matching levert niet zoveel problemen op indien de transactie een goed betreft met een objectief vast te stellen prijs, bijvoorbeeld de beurskoers. Potentieel meer omstrede wordt het handelen van de vermogensbeheerder indien hij twee heren wil dienen met een transactie in een

#### 4.5.3 Artikel 7:418 lid 1 BW: andere belangenconflicten

Ook buiten de gevallen van *Selbsteintritt* en het dienen van twee heren kan een lasthebber direct of indirect belang hebben bij de totstandkoming van een rechtshandeling. In dat geval is hij verplicht de lastgever daarvan in kennis te stellen, tenzij de inhoud van de rechtshandeling zo nauwkeurig vaststaat dat strijd tussen beider belangen is uitgesloten.

De ratio van artikel 7:418 BW is dat de lasthebber de lastgever moet informeren indien hij gebruik maakt van de gelegenheid die zijn relatie met de lastgever biedt en ten eigen bate (en wellicht ten nadele van de lastgever) een rechtshandeling verricht. In dat geval is de lasthebber verplicht tot "disclosure": hij moet het belangenconflict aan de lastgever melden. Laat hij dit na dan pleegt hij wanprestatie: hij verspeelt zijn recht op loon, onverminderd zijn verplichting de overige schade te vergoeden.<sup>70</sup>

Een pensioenfonds kan worden geconfronteerd met tal van belangenconflicten, buiten de gevallen van *Selbsteintritt* en het dienen van twee heren. Die hangen onder meer samen met het grote aantal en de diversiteit van begunstigten (die generaties overspannen) en een zekere inherent antagonistische relatie tussen werkgevers en werknemers.

Een bijzonder belangenconflict ligt besloten in de structuur van een pensioenfonds en het systeem van een defined benefit-pensioenregeling. Het pensioenfonds behoort te handelen in het belang van alle belanghebbenden, maar hun belangen lopen niet parallel. De werkgever(s) en de begunstigten hebben in de regel tegenstrijdige belangen als het gaat om het ambitieniveau van de pensioenregeling en de daarmee samenhangende financieringslasten. Het pensioenfonds kan de uitkomsten van de daarover gevoerde onderhandelingen (die zich voor een deel voltrekken buiten het pensioenfonds, in het arbeidsvoorwaardenoverleg tussen werknemers en werkgevers) beïnvloeden, onder meer door zijn beleidsvoorbereidende werkzaamheden.

Ook onder de begunstigten lopen de belangen niet parallel. De jonge deelnemers zullen financieringslasten willen verschuiven naar de gepen-

---

niet liquide belegging, bijvoorbeeld een onroerend goed of een belegging in niet genoteerde aandelen (private equity).

70 Artikel 7:418 lid 2 BW. Vgl. Pitlo-Du Perron (1995), p. 250.

sioneerden, bijvoorbeeld door erop aan te dringen dat de pensioenrechten van de gepensioneerden niet of slechts gedeeltelijk worden geïndexeerd. De gepensioneerden daarentegen zullen aanspraak maken op volledige indexatie, te financieren door de werkende generatie. In dit krachtenveld moet het pensioenfonds laveren en trachten een redelijke en billijke verdeling van lusten en lasten te bewerkstelligen over de verschillende categorieën van belanghebbenden.<sup>71</sup> In het trustrecht wordt de hiermee samenhangende verplichting van de trustee aangeduid als de "duty of impartiality". Ik kom daarop terug in § 7.8.

Een belangenconflict, enigszins spiegelbeeldig aan het geval bedoeld in artikel 7:418 BW, is een rechtshandeling die de werkgever bevoordeelt, ten nadele van de (gewezen) deelnemers. Denk aan het pensioenfonds dat aandelen neemt *in*, dan wel een vastrentende financiering verstrekt aan de werkgever tegen condities die niet in het belang zijn van het pensioenfonds c.q. nadelig zijn voor de begunstigden. Onder nadelig versta ik in dit verband ook een gemiste meeropbrengst, dat wil zeggen: het geval dat een andere belegging een beter risico- en rendementsprofiel heeft dan de belegging in de werkgever. Het past in de geest van artikel 7:418 BW om van het pensioenfonds te eisen dat hij in dat geval aan de begunstigden openheid van zaken geeft. Overigens meen ik dat een dergelijke disclosure de onzorgvuldigheid van een dergelijke rechtshandeling als regel niet zal wegnemen.

Een bekend voorbeeld van een dergelijk belangenconflict betrof de affaire Nedlloyd-Hagen. De Noorse belegger Hagen verwierf circa 10% van de aandelen Nedlloyd N.V. en probeerde vervolgens het beleid van de vennootschap te beïnvloeden, onder meer door een plaats in de raad van commissarissen op te eisen.<sup>72</sup> Hagen verkreeg niet de invloed die hem voor ogen stond en hij wilde zijn belang (respectievelijk het belang van zijn beleggingsmaatschappijen) vervreemden. Vervolgens kocht het pensioenfonds van Nedlloyd het aandelenpakket van Hagen en bevrijdde de onderneming daarmee van een lastige aandeelhouder. Naderhand werd

---

71 Vgl. Van de Poel en Ponds (2003), p. 172: "Speltheoretisch gezien wordt er een voortdurende strijd geleverd tussen oudere en jongere generaties, waarbij de ouderen gehaarder en agressiever zijn dan de jongeren."

72 Vgl. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 24 september 1992, TVVS 1992-12, met commentaar van W.J. Slagter en M.G. Rood.

openlijk getwijfeld of deze transactie het resultaat was van een juiste belangenafweging door het pensioenfondsbestuur.

Slagter schreef, enigszins kort door de bocht:<sup>73</sup>

"Men ziet hier weer het gevaar van dubbelrollen in het vennootschapsrecht: een voorzitter van de raad van bestuur van Nedlloyd, die zich in zijn hoedanigheid van voorzitter van de Stichting Pensioenfonds Nedlloyd meer laat leiden door de belangen van Nedlloyd dan door die van het pensioenfonds. Het pensioenfonds is door dit besluit ernstig benadeeld. Men kan zich afvragen, of zo'n besluit, zo dit al niet in strijd is met de statuten of de reglementen van het pensioenfonds (dat kan ik niet beoordelen), niet vernietigbaar zou zijn wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. De in art. 2:15 BW gelegen vernietigingsgrond geldt voor elke rechtspersoon, dus ook voor een stichting. Elke belanghebbende, dus ook ieder die reeds thans of te zijner tijd pensioen geniet of zal genieten ten laste van het pensioenfonds, zou de vernietiging hebben kunnen inroepen."

Bijzondere belangenconflicten kunnen voorts spelen op het gebied van maatschappelijk verantwoorde beleggingen ("socially responsible investments") en bij de uitoefening van zeggenschapsrechten verbonden aan door het pensioenfonds beheerde beleggingen.

Op het pensioenfonds kan druk worden uitgeoefend om met rendementsconcessies beleggingen tot stand te brengen, zulks teneinde een maatschappelijk gewenst resultaat te bereiken. Een voorbeeld is de financiering van infrastructurele werken. Een pensioenfonds of een pensioenfondsbestuurder kan behoefte hebben een "sociaal gezicht" te tonen, bijvoorbeeld door sociale woningbouw te financieren of door mee te werken aan een reddingsoperatie van een onderneming die in financiële moeilijkheden verkeert. Het belangenconflict dat daarin schuilt is dat dergelijke beleggingen niet in de eerste plaats worden verricht met het oog op het financiële belang van de begunstigden. Aan het pensioenfonds wordt gevraagd concessies te doen ten aanzien van zijn gebruikelijke risico- en rendementseisen, teneinde een bepaalde nevendoelelstelling te realiseren.<sup>74</sup>

---

73 Slagter (1993) lijkt in zijn beoordeling uitsluitend af te gaan op berichten in de pers. Slagter rectificeert zijn opmerking over het door het pensioenfonds geleden nadeel in TVVS 1994-3, doch mijns inziens op onjuiste gronden. De belegging in aandelen Nedlloyd heeft weliswaar rendement opgeleverd, doch het is aannemelijk dat een andere belegging *ex ante* de voorkeur had moeten hebben, uit risico- en rendementsoverwegingen.

74 Zie ook Kamerstukken II, 15 539, nr. 11 waarin wordt aangedrongen op regelgeving om te bewerkstelligen dat pensioenfondsen voornamelijk zouden beleggen in Nederland, in "maatschappelijke projecten zoals woningbouw, milieu en energiebesparing." Nader hierover in § 7.3. Zie ook Maatman (2000a).

Belangenconflicten zijn ook zichtbaar als het gaat om de uitoefening van zeggenschapsrechten. Ondernemingen kunnen hun pensioenfondsen aanzetten tot wederzijdse non-interventie: het pensioenfonds van onderneming A verschijnt niet ter avare van onderneming B mits het pensioenfonds van B niet komt opdagen bij onderneming A. Bij een dergelijke opstelling van de pensioenfondsen wordt het belang van de begunstigten ondergeschikt gemaakt aan de belangen van de werkgever. Dit staat mijns inziens op gespannen voet met de fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds.<sup>75</sup> Zo zij onder omstandigheden acceptabel zou zijn, vereist zij ten minste openheid van zaken overeenkomstig artikel 7:418 BW.

#### 4.6 De toepassing van de artikelen 7:420 - 424 BW

Op grond van artikel 7:423 BW kan aan een last privatieve werking worden verleend, waardoor de lastgever voor de duur van de overeenkomst de bevoegdheid verliest om zélf de bevoegdheden uit te oefenen die hij heeft toegekend aan de lasthebber. Deze uitsluiting kan ook aan derden worden tegengeworpen, indien zij de uitsluiting kenden of behoorden te kennen. Voorts kan de lastgever de rechten die de lasthebber jegens derden heeft, op zich doen overgaan, ingeval de lasthebber zijn verplichtingen niet nakomt of in staat van faillissement geraakt (artikel 7:420 BW).

Het is de vraag of deze artikelen kunnen worden toegepast op de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgever, rechtstreeks (als de rechtsverhouding kwalificeert als lastgeving) dan wel krachtens de schakelbepaling van artikel 7:424 BW. Zo die toepassing mogelijk is heeft de opdrachtgever van het pensioenfonds de mogelijkheid zijn rechten veilig te stellen, ingeval het pensioenfonds zijn verplichtingen jegens hem niet nakomt of in faillissement geraakt. Hij kan de beleggingen van het pensioenfonds separeren uit de boedel. Ik zou willen aannemen dat

---

75 Vgl. de Code Tabaksblat (2003), principe IV.4: "Institutionele beleggers (...) hebben een verantwoordelijkheid jegens hun achterliggende begunstigten (...) om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen". Dit principe wordt in Nederland nog niet algemeen aanvaard. Illustratief zijn de uitlatingen van Thoman, directeur van Blue Sky Group (de managementorganisatie van onder meer de KLM-pensioenfondsen) in Het Financieele Dagblad van 4 maart 2003: "Een bijkomend gevolg is dat we ons als pensioenfonds niet meer hoeven te roeren op aandeelhoudersvergaderingen. Als we dat deden, liepen we het risico dat KLM een paar dagen later aan de lijn hing. Die vond het niet leuk als hun pensioenfonds zich uitliet over de gang van zaken bij andere bedrijven waar KLM mee werkt."

de opdrachtgever in dat geval optreedt ten behoeve van alle belanghebbenden, derhalve voor zichzelf én voor de begunstigden.<sup>76</sup>

De toepassing van de artikelen 7:420-423 BW heeft vérstrekkende consequenties, bijvoorbeeld voor crediteuren van een pensioenfonds. Voor zover ik kan zien gaat de praktijk thans uit van de veronderstelling dat noch de werkgever, noch de begunstigden voorrechten kunnen doen gelden op het belegd vermogen van het pensioenfonds, ingeval het pensioenfonds zou failleren. Er lijkt mij dan ook behoedzaamheid geboden bij de toepassing van artikel 7:420 BW.

Artikel 7:421 BW kan ertoe leiden dat de opdrachtgever geconfronteerd wordt met een derde met wie het pensioenfonds heeft gecontracteerd. Indien de lasthebber zijn verplichtingen jegens de derde niet nakomt of in staat van faillissement geraakt kan de derde zijn rechten jegens de lastgever uitoefenen, voor zover deze "op overeenkomstige wijze jegens de lasthebber gehouden is". Dit betekent dat de lastgever uitsluitend gehouden is te presteren jegens de derde indien hij jegens de lasthebber verplicht is tot dezelfde prestatie. De lastgever is jegens de derde tot niet meer gebonden dan hetgeen waartoe hij jegens de lasthebber is gehouden. Kortmann stelt dat de uitoefening van het in artikel 7:421 BW bedoelde recht resulteert in hoofdelijke aansprakelijkheid van de lastgever naast de lasthebber.<sup>77</sup>

---

76 De praktische toepassing van artikel 7:420 BW is met veel vragen omgeven. Dat is in dit geval niet anders. Aan het artikel ligt de veronderstelling ten grondslag dat de lastgever tevens degene is voor wiens rekening de lasthebber handelt. De lastgever is "de andere partij" in de zin van artikel 7:424 BW. Dat ligt in de onderhavige rechtsverhouding anders. Het pensioenfonds handelt voor rekening van een collectief bestaande uit werkgever(s) en de begunstigden. Dit collectief is "de andere partij" in de zin van artikel 7:424 BW. Als lastgever in de zin van artikel 7:420 BW heb ik echter uitsluitend de werkgever aangemerkt. Als hij "de voor overgang vatbare rechten van de lasthebber jegens de derde door een schriftelijke verklaring op zich [doet] overgaan", treedt hij in die hoedanigheid op voor gezamenlijke rekening, zo zou ik menen. Het lijkt me verdedigbaar dat alsdan een nieuwe fiduciaire verhouding tot stand komt tussen de werkgever(s) enerzijds en de begunstigden anderzijds, waaruit bijvoorbeeld voortvloeit dat de werkgever de verkregen rechten onderbrengt in een nieuw of ander pensioenfonds.

77 Asser-Kortmann (1994) nr. 164. Dit roept de vraag op wat rechtens is indien de lastgever jegens de lasthebber tot minder gehouden is dan de lasthebber jegens de derde. In dat geval brengt de ratio van artikel 7:421 BW mijns inziens mee dat de derde zijn rechten jegens de lastgever kan uitoefenen, voor zover de lastgever jegens de lasthebber gehouden is. Het resultaat is dan veeleer een hoofdelijke aansprakelijkheid van de lasthebber naast de lastgever.



Ook hier rijst de vraag of deze bepaling bij een pensioenfonds toepassing kan vinden. Het is moeilijk voorstelbaar dat de verplichting van de opdrachtgever (i.e. de werkgever) om premie af te dragen aan het pensioenfonds een verplichting is die het pensioenfonds "één op één" vertaalt naar aanspraken van derden.<sup>78</sup> Er is geen identiteit tussen die prestaties; de lastgever is niet "op overeenkomstige wijze" jegens de lasthebber gehouden.<sup>79</sup> Wel is denkbaar dat bijvoorbeeld een onderneming zich jegens het pensioenfonds verplicht tot verdergaande financiële steun met het oog op bepaalde individuele transacties.

De toepassing van de artikelen 7:420-423 BW op de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgever(s) is wellicht onbedoeld en leidt tot mogelijk ongewenste consequenties. De wetgever heeft waarschijnlijk niet voorzien dat een pensioenfonds werkzaam zou kunnen zijn op grond van een overeenkomst van opdracht of lastgeving. Hier komt tot uitdrukking dat de overeenkomst van opdracht veel variaties en veel verschijningsvormen kent en zich daarom minder goed leent voor een abstracte wettelijke regeling.<sup>80</sup> In een voorkomend geval zal de rechter zich mijns inziens moeten afvragen of hij de "uitschakelbepaling", bedoeld in artikel 7:424 lid 1 BW, dient in te roepen. Mij lijkt verdedigbaar dat de strekking van de artikelen 7:420-423 BW zich onder omstandigheden tegen toepassing verzet, in verband met de aard van de pensioenovereenkomst.

---

78 De enige uitzondering die ik heb kunnen bedenken is het pensioenfonds dat overgaat tot securitisatie (effectisering) van premieverplichtingen. Securitisatie is mogelijk als er een veelheid van vorderingen op naam beschikbaar is die qua risico/rendementskarakteristieken op elkaar lijken. Vgl. Maatman (1997a).

Theoretisch zouden vorderingen tot afdracht van pensioenpremies heel goed voor securitisatie in aanmerking kunnen komen. Stel dat een pensioenfonds zich zou verbinden zijn premie-inkomsten over te dragen aan een voor dat doel opgerichte rechtspersoon, een "special purpose vehicle". Het spv geeft effecten - obligaties - uit die door beleggers worden gekocht - asset backed securities -. Het spv voldoet de verkrijgingsprijs van de premie-inkomsten met de door beleggers gestorte geldsom op de obligaties. Indien het pensioenfonds in gebreke zou blijven met de afdracht van de premie-inkomsten zou het spv met een beroep op artikel 7:421 BW de rechten die hij jegens het pensioenfonds heeft voortaan rechtstreeks kunnen uitoefenen jegens de opdrachtgevers van het pensioenfonds.

79 De positie van de derde wordt aanzienlijk versterkt indien hij de lastgever kan aanspreken, voor zover deze jegens de lasthebber gehouden is.

80 Vgl. Asser-Kortmann (1994), nr. 38.

#### **4.7 Samenvatting**

De pensioenovereenkomst bevat een opdracht aan het pensioenfonds. Op het pensioenfonds rust de verbintenis een "infrastructuur" tot stand te brengen die ertoe leidt dat pensioenverplichtingen worden nagekomen. Die verbintenis resulteert in drie kerntaken van een pensioenfonds:

- pensioenadministratie;
- informatieverstrekking; en
- vermogensbeheer.

Ik neem aan dat één of meer werkgevers moeten worden beschouwd als opdrachtgever(s) van het pensioenfonds. De begunstigden kunnen - evenals de werkgever(s) - van het pensioenfonds nakoming vragen van de pensioenovereenkomst en de daarin besloten liggende opdracht, voor zover die opdracht en de daarmee corresponderende taken hen aangaan.

Op de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgever(s) kunnen de wettelijke bepalingen omtrent opdracht en lastgeving cumulatief worden toegepast, voor zover die toepassing niet strijdig is met de aard van deze rechtsverhouding.

Het pensioenfonds moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht nemen. Het pensioenfonds dat zich laat voorstaan op zijn professionaliteit dient als vermogensbeheerder prestaties te leveren die ten minste beantwoorden aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwame en redelijk handelende professionele vermogensbeheerder. Bij de uitvoering van zijn opdracht dient het pensioenfonds zich primair te laten leiden door de belangen van de begunstigden. Hij mag mede het belang van de werkgever(s) dienen als dat niet strijdig is met het belang van de begunstigden. Als de financieringsrisico's van de pensioenvoorziening geheel zijn verlegd naar de begunstigden ligt het mijns inziens voor de hand dat het belang van de werkgever nog slechts van geringe betekenis zal zijn in de afwegingen van het pensioenfonds.

Het pensioenfonds zal de belanghebbenden moeten informeren; hij is rekenplichtig en zal verantwoording moeten afleggen. Die verplichtingen vloeien voort uit de positie van het pensioenfonds als fiduciaris, uit de PSW en uit de wettelijke regeling omtrent opdracht.

De belangen van de belanghebbenden lopen niet altijd parallel. De wettelijke regeling van de overeenkomst van opdracht en lastgeving geeft specifieke regelingen met het oog op belangenconflicten. In die gevallen zal het pensioenfonds behoedzaam moeten optreden, bijvoorbeeld indien

#### *Hoofdstuk 4*

sprake is van *Selbsteintritt* of het dienen van twee heren. Bij alle belangenconflicten zal het pensioenfonds ten opzichte van de belanghebbenden openheid moeten betrachten en blijk moeten geven van een eerlijke en verdedigbare belangenafweging.

Op grond van de artikelen 7:420-423 BW kan aan een last een zekere derdenwerking worden toegekend. De toepassing van deze artikelen op de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgever(s) is niet ondenkbaar. Indien deze toepassing echter tot ongewenste uitkomsten leidt, zal de rechter moeten concluderen dat de strekking van de artikelen 7:420-423 BW zich in de gegeven omstandigheden tegen toepassing verzet, in verband met de aard van de pensioenovereenkomst.

## HOOFDSTUK 5

### RECHTSPERSONENRECHT

#### 5.1 Inleiding

Artikel 4 PSW bepaalt dat uitsluitend rechtspersonen met volledige rechtsbevoegdheid als pensioen- of spaarfonds werkzaam mogen zijn. Nagenoeg alle Nederlandse pensioenfondsen zijn stichtingen als bedoeld in titel 6 van Boek 2 BW.

Centraal in dit hoofdstuk staat de vraag of uit het rechtspersonenrecht regels en/of principes kunnen worden gedestilleerd die richtinggevend zijn voor hetgeen belanghebbenden van het pensioenfonds mogen verwachten. Ik maak daarbij een driedeling in rechtspersoonrechtelijke normen:

- de artikelen 2:8, 2:9 en 2:15 BW die eisen stellen aan de gedragingen van bestuurders en anderen die bij de organisatie van een rechtspersoon betrokken zijn;
- de artikelen 2:297 en 2:298 BW die bestuurders van een stichting verplichten tot - kort gezegd - zorgvuldig beheer;
- de artikelen 2:344 e.v. BW die een stichting onderwerpen aan de mogelijkheid van een enquête; een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon.

Daarnaast verdient aandacht de procedure die is geregeld in artikel 23m PSW. Op grond van dat artikel kan de Ondernemingskamer op verzoek van de PVK een bewindvoerder aanstellen over een pensioenfonds, onder meer indien het beheer blijk geeft van een zodanig wanbeleid dat de belangen van de deelnemers en andere gerechtigden een onmiddellijke voorziening vereisen. Deze bijzondere voorziening vertoont gelijkenis met het enquêterecht zoals dat is geregeld in Boek 2 BW.

Het is - uiteraard - van belang het onderscheid tussen de rechtspersoon en zijn organen voor ogen houden. De normen die in dit hoofdstuk worden behandeld hebben verschillende adressanten. Zo rust op de bestuurder, en niet op de rechtspersoon, de verplichting tot behoorlijke taakvervulling.

Een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken in het kader van het enquêterecht heeft betrekking op de rechtspersoon, en niet op zijn organen.<sup>1</sup>

Het onderscheid tussen de rechtspersoon en zijn organen neemt niet weg dat bij een pensioenfonds het handelen van de beleidsbepalers en het pensioenfonds dikwijls kunnen worden "vereenzelvigd". Indien alle bestuurders van het pensioenfonds hun taak behoorlijk vervullen, zal waarschijnlijk hetzelfde kunnen worden gezegd van het pensioenfonds. En omgekeerd, als binnen een pensioenfonds sprake is van wanbeleid, zal dit hoogstwaarschijnlijk toerekenbaar zijn aan één of meer beleidsbepalers.<sup>2</sup> Het gevolg is dat de normen die zich richten tot het pensioenfonds of de beleidsbepalers over en weer een zekere reflexwerking hebben.

## 5.2 De stichting als natuurlijke rechtsvorm voor het pensioenfonds

De oorsprong van de stichting gaat terug tot de *fiducia cum amico* in het Romeinse recht.<sup>3</sup> De *fiduciaris* aan wie de *fiduciant* zijn zaken en de eigenaarsbevoegdheden toevertrouwde kon zijn woord breken, failleren en de goederen voor een ander doel aanwenden dan de *fiduciant* voor ogen stond. Om die reden werd de *fiduciaris* al vroeg "gedepersonificeerd"; de *fiduciant* nam zijn toevlucht tot een stad, een collegium of de kerk, omdat daarin meer vertrouwen kon worden gesteld. zij niet sterven en geacht werden niet bloot te staan aan faillissementsrisico, aldus Raaijmakers.<sup>4</sup> Aard en functie van de stichting vertonen nauwe verwantschap met de *fiducia cum amico* en de trust. Raaijmakers vervolgt:

"Stichting en "fundatio" duiden, minstens in oorsprong, zowel op de rechtshandeling waarmee (...) een doelvermogen, bij dode of onder de levenden, tot stand werd gebracht (de stichting van een afgezonderd vermogen) als het resultaat (de "beheersorganisatie")."<sup>5</sup>

- 
- 1 Dat laat onverlet dat de consequenties van het onderzoek zich tot het bestuur kunnen uitstrekken, indien de Ondernemingskamer naar aanleiding van het onderzoek voorzieningen treft (artikel 2:356 BW).
  - 2 Voor de theorieën die hieraan ten grondslag liggen verwijs ik naar Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), onder meer de nrs. 26 en 38-40; Huizink (Rechtspersonen), aant. 4 bij artikel 3 en de in aant. 9 vermelde literatuur.
  - 3 Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 443; Pitlo-Raaijmakers (2000), nr. 8.02 en 8.42.
  - 4 Pitlo-Raaijmakers (2000), nr. 8.02. Vgl. ook § 3.3.
  - 5 Pitlo-Raaijmakers (2000), nr. 8.02. Zie ook nrs. 8.01, 8.42 en 8.44.

Artikel 2:285 lid 2 definieert de stichting als "een door een rechtshandeling in het leven geroepen rechtspersoon, welke geen leden kent en beoogt met behulp van een daartoe bestemd vermogen een in de statuten vermeld doel te verwezenlijken." Uit deze definitie, én uit de historische rol van de stichting als fiduciaris, volgt dat de stichting de welhaast natuurlijke rechtsvorm is voor een pensioenfonds. Het "fonds" is een doelvermogen, bedoeld om de financiële risico's die samenhangen met invaliditeit en ouderdom te verzekeren. Het fonds wordt toevertrouwd aan de stichting en daarmee onttrokken aan onder meer het faillissementsrisico van de werkgever en continuïteitsrisico's in de pensioenvoorziening.<sup>6</sup>

Bij oppervlakkige lezing kan twijfel rijzen of het voor de stichting geldende ledenverbod in de weg staat aan de stichting als rechtsvorm voor het pensioenfonds. Is de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn deelnemers vergelijkbaar met een lidmaatschapsverhouding? Elke mogelijke twijfel dienaangaande wordt weggenomen door artikel 2:304 lid 1 BW. Daarin is bepaald dat de deelnemers van een pensioenfonds voor de toepassing van artikel 2:285 BW niet worden beschouwd als leden van een stichting.<sup>7</sup>

De uitkeringen die uit het fonds worden gedaan hebben een verzorgingskarakter; zij hebben een sociale strekking. Zij komen ten goede aan pensioengerechtigden, waartoe ook personen kunnen behoren die deel uitmaken van de organen van de stichting, bijvoorbeeld bestuurders. Dit is niet in strijd met het uitkeringsverbod van artikel 2:285 lid 3 BW, zo bepaalt artikel 2:304 lid 2 BW ten overvloede.<sup>8</sup>

Ook historisch zijn parallellen zichtbaar tussen het pensioenfonds en de stichting als "natuurlijke" organisatievorm. In de 19e eeuw werd de toekenning van een ouderdomspensioen in het bedrijfsleven gezien als een gunst, uit vrijgevigheid en als dank voor bewezen diensten en betoonde trouw.<sup>9</sup> Thierry verwoordde dit in 1955 aldus:

---

6 Vgl. § 3.2.

7 Ook zonder deze wetsduiding zou op grond van de materiële betekenis van het ledenverbod geconcludeerd moeten worden dat bij het normaaltype van een pensioenfonds geen sprake zal zijn van overtreding van het ledenverbod. Vgl. Uniken Venema (1988), p. 338-346; Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 476 en Mohr (1978).

8 Voor een uitvoerige onderbouwing vgl. Uniken Venema (1988), p. 347-346.

9 Vgl. Tulfer (1997), nr. 15 onder verwijzing naar HR 29 november 1850, W. 1179 en HR 4 april 1851, W. 1215.

## Hoofdstuk 5

"Tot het einde van de vorige eeuw was het regel, dat de arbeider werkte zolang hij zijn geld waard was. Wat daarna gebeurde, hing af van de welwillendheid van zijn werkgever. Was deze een humaan mens, dan behield hij zijn volle loon, al leverde hij dan ook steeds minder prestaties. Zijn laatste dagen sleet hij gewoonlijk thuis met ondersteuning door zijn patroon. Het bedrag dezer ondersteuning hield in de regel verband met zijn persoonlijke omstandigheden en eventuele andere inkomsten. (...) De werknemer is echter volkomen afhankelijk van de bloei van de onderneming en de goede wil van de werkgever. Deze goede wil werd bepaald door menselijk medegevoel en zedelijk verantwoordelijkheidsbesef, hoewel een zekere eigenliefde en behoefte aan erkenning in sommige gevallen een woordje meesprak. Wat de behoeftige werknemer op zijn oude dag ontving, had het karakter van een ondersteuning en een gunst."<sup>10</sup>

Bij deze zienswijze past de oprichting door de werkgever van een *stichting*.

"In het rechtsdenken van de 19e eeuw was voor de stichting wezenlijk een vermogen, dat moest worden aangewend voor een kerkelijk, charitatief, wetenschappelijk of cultureel doel, dan wel was bestemd voor ondersteuning van een bepaalde familie. (...) De stichting is als het ware de inrichting of het fonds".<sup>11</sup>

Bij de oprichting en gedurende het bestaan van de stichting (c.q. het pensioenfonds) kent de werkgever aan haar vermogen toe. Met dit vermogen worden betalingen verricht met een verzorgingsdoelstelling. In de 20e eeuw groeit de overtuiging dat het pensioen niet een gunst is doch moet worden beschouwd als een recht. Het verzorgingskarakter van de pensioenuitkering transformeert naar een aanspraak met verzekeringsrechtelijke trekken. Werkgevers die aan hun werknemers een pensioentoezegging doen, dienen zich bij de uitvoering daarvan te houden aan bepaalde regels en moeten daarbij het toezicht van overheidswege accepteren.<sup>12</sup>

De "verzakelijking" van het pensioenrecht is een ontwikkeling die in vergelijkbare zin waarneembaar is bij de stichting. De stichting is niet langer de rechtspersoon die nagenoeg uitsluitend wordt aangewend om charitatieve doelen na te streven; zij is geschikt voor de organisatie van belangrijke maatschappelijke activiteiten, waaronder ook vormen van zakelijke dienstverlening.<sup>13</sup>

De vermogensafzondering wordt niet langer gezien als een ontstaansvereiste voor de stichting. Toch gaat de oprichting in veel gevallen nog

---

10 Thierry (1954), p. 3.

11 Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 445.

12 Thierry (1955), p. 4.

13 Vgl. Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 445-446.

steeds gepaard met een vermogenstoekenning door de oprichter aan de stichting.<sup>14</sup> Dit geldt in het bijzonder voor een pensioenfonds. Het moment van de oprichting van en de vermogenstoekenning aan het pensioenfonds valt in de regel samen met de opdracht van de oprichter(s) aan het pensioenfonds tot het uitvoeren van de pensioenregeling.

Vanouds wordt de stichting gezien als de rechtspersoon die voor de instandhouding van een pensioenfonds de voorkeur geniet.<sup>15</sup> Dit stemt overeen met de werkelijkheid. Per 1 januari 2001 kende Nederland 916 pensioenfondsen; 38 daarvan waren besloten vennootschappen, één was naamloze vennootschap en 3 waren verenigingen. De overige pensioenfondsen hadden de stichting als rechtsvorm.<sup>16</sup>

Alleen rechtspersonen die naar Nederlands recht zijn opgericht kunnen als "PSW-fonds" fungeren. Dit is het geval zolang internationale regelingen ontbreken die pensioenrechten van werknemers beschermen en toezicht waarborgen, zo schrijft Tulfer in 1997.<sup>17</sup> Tulfer stelt vast dat in het systeem van de PSW nergens rekening is gehouden met buitenlandse pensioenfondsen.<sup>18</sup>

Anno 2004 zijn die verhoudingen gewijzigd. Op grond van de Pensioenrichtlijn zullen pensioenfondsen uiterlijk in september 2005 hun diensten binnen de EU grensoverschrijdend kunnen aanbieden. Hieruit volgt dat wij in Nederland geconfronteerd kunnen worden met pensioenfondsen die in

---

14 Vgl. Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 462. In HR 11 maart 1932 NJ 1932, 699 (Paul Tétar van Elven) werd de afzondering van het vermogen bij de oprichting ten gunste van de stichting door de HR essentieel geacht. Vgl. Stille (Rechtspersonen), aant. 5 bij artikel 2:285 BW.

15 Vgl. Nauta (1933), p. 19-20 die als voordelen noemt: de eenvoudige oprichtingshandeling, de organisatievrijheid (waaronder de mogelijkheid om de macht tussen werkgever en pensioengerechtigden te verdelen zoals belanghebbenden dat wensen), de afwezigheid van overheidsinmenging en de afwezigheid van belastingheffing. Land (1933), p. 9 verklaart de voorkeur van de stichting boven de vereniging uit het feit "dat de werkgevers den vorm der vereeniging vreezen, omdat daarbij de bestuursmacht en ook het recht tot ontbinding tenslotte berust bij de leden. De werkgevers hebben daartegen bezwaar, hetgeen te billijken is vooral in die gevallen, dat uitsluitend de werkgever aan het pensioenfonds contribueert." Dit argument speelt nog steeds een rol in de verdeling van bevoegdheden binnen een pensioenfonds, vgl. § 6.9.3. Zie ook De Lange (1997); Thierry (1955), p. 125; Stille (Rechtspersonen), aant. 1 bij artikel 2:304 BW, verwijzend naar de MvT bij artikel 2:304 BW (Van Zeven, p. 1441).

16 Petersen (red.) (2002), p. 82.

17 Artikel 4 PSW; Tulfer (1997) nr. 784.

18 Tulfer (1997), nr. 784.



stand worden gehouden door een rechtspersoon die is opgericht naar het recht van een andere EU-lidstaat.<sup>19</sup>

### 5.3 Een andere rechtsvorm voor het pensioenfonds

De Lange heeft de rechtsvorm van het pensioenfonds ter discussie gesteld, althans de vanzelfsprekende keuze voor de stichting. Hij beschrijft de stichting als een onaantastbaar bastion, waarbij alle macht en bevoegdheid is geconcentreerd bij een autonoom bestuur, zonder noodzakelijke *checks & balances*.<sup>20</sup> De "stichting pensioenfonds" beantwoordt zijns inziens onvoldoende aan de huidige eisen ten aanzien van klantgerichtheid, flexibiliteit en medezeggenschap van belanghebbenden. Op grond daarvan stelt hij de vraag waarom nu juist de stichtingsvorm voor een pensioenfondsuitvoerder de meest wenselijke zou zijn. Hij stelt voor de onderlinge waarborgmaatschappij als alternatief te overwegen. Deze rechtspersoon zou in zijn visie geleid moeten worden door een dagelijks bestuur (directie). De vertegenwoordigers van werkgevers- en werknemers die thans pensioenfondsen besturen, zouden zitting moeten krijgen in een raad van commissarissen. De belanghebbenden zouden de algemene ledenvergadering kunnen vormen en de bestaande deelnemersraad zou kunnen worden getransformeerd tot een ledenraad.<sup>21</sup>

De vragen die De Lange in 1997 aankaartte en zijn opvatting omtrent mogelijke antwoorden zijn onderdeel van de discussie die in 2004 wordt gevoerd rond "pension fund governance". Op dat onderwerp kom ik terug in § 6.9. Op deze plaats wil ik daar echter het volgende over zeggen.

Hiervoor ben ik ingegaan op de parallellen tussen enerzijds een pensioenfonds en anderzijds de Romeinsrechtelijke *fiducia cum amico*. Er is voorts een historische verwantschap tussen de eigenaar ten titel van beheer en de stichting. Een dergelijke band is ook aanwezig met de Anglo-Amerikaanse trust, zijnde de meest voorkomende rechtsvorm van het pensioenfonds in Anglo-Amerikaanse rechtstelsels. Het zou mijns inziens een groot verlies zijn als we deze relaties zouden doorbreken door de stichting te vervangen door een "Fremdkörper", te weten de onderlinge

---

19 Vgl. punt 36 in de pre-ambule en artikel 20 van de Pensioenrichtlijn. Artikel 2 van de Pensioenrichtlijn houdt ook rekening met de mogelijkheid dat een pensioenfonds geen rechtspersoonlijkheid heeft.

20 De Lange (1997), p. 1799, 1801.

21 De Lange (1997), p. 1802-1804.

waarborgmaatschappij; dat roept afstotingsverschijnselen bij mij op.<sup>22</sup> Dat verlies zouden we denk ik moeten accepteren als dat de enige mogelijkheid is om tegemoet te komen aan de bezwaren die De Lange signaleert bij de bestaande organisatievorm van de stichting-pensioenfonds. Dat is echter niet het geval. Het Nederlandse stichtingrecht biedt een hoge mate van flexibiliteit ten aanzien van de organisatorische inrichting van een stichting. Zij kan naar believen democratisch en autocratisch worden ingericht en verscheidene organen hebben.<sup>23</sup> Ik zou er de voorkeur aan geven bij de organisatorische inrichting van een pensioenfonds van die flexibiliteit gebruik te maken, alvorens uit te wijken naar een ander type rechtspersoon.<sup>24</sup>

#### 5.4 Redelijkheid en billijkheid / goede trouw

De verhouding tussen het pensioenfonds en diegenen die aan het pensioenfonds leiding geven wordt nader ingekleurd door de eisen die voortvloeien uit Boek 2 BW: behoorlijke taakvervulling en eisen van redelijkheid en billijkheid.

Voor het bestuur van een stichting geldt onder meer de norm die in artikel 2:9 BW is verwoord:

- 
- 22 Niet onbelangrijk (doch wellicht oplosbaar) is voorts dat de onderlinge waarborgmaatschappij voor al zijn activiteiten is onderworpen aan de vennootschapsbelasting, vgl. artikel 2 lid 1 onder c. Wet op de vennootschapsbelasting 1969, alsmede Fiscale Encyclopedie "De Vakstudie", aant. 22 bij artikel 2 lid 1. De Lange (1997), p. 1803 ziet dit niet als een probleem.
- 23 Vgl. Stille (Rechtspersonen), aant. 4, 6 en 7 bij artikel 2:285 BW; Pitlo-Raaijmakers (2000), nrs. 8.06, 8.07 en 8.21.
- 24 Ook om andere reden ben ik niet gelukkig met de voorkeur die De Lange uitspreekt voor een onderlinge waarborgmaatschappij. De Lange draagt uit dat een pensioenfonds niet anders zou moeten worden behandeld dan een "gewone" verzekeringsmaatschappij. Als "pensioenuitvoerder" doet hij wat hem wordt opgedragen door werkgever(s) en werknemer(s). Daarbij heb ik de indruk dat De Lange de eigen beoordelingsvrijheid of verantwoordelijkheid van het pensioenfonds ten aanzien van de nakoming van de pensioenverplichtingen zoveel mogelijk wil terugdringen. Hij legt die verantwoordelijkheid bij de werkgever, althans *niet* bij de "pensioenuitvoerder". Ik vraag mij af of hij hiermee voldoende recht doet aan de autonome taak van het pensioenfonds zoals die verankerd is in de PSW ten aanzien van bijvoorbeeld het beleggingsbeleid en de instandhouding van de dekkingsgraad. Vgl. De Lange (1997), p. 1800 en De Lange (2004). Dit is ook onderwerp van discussie geweest tussen Lutjens (2000a) (2001b) en Breuker (2000) (2001). Vgl. ook Lutjens (2001), p. 50-51 en (2000b), p. 14. Zie ook § 4.4.2 ten aanzien van de verantwoordelijkheid van de opdrachtnemer.

## Hoofdstuk 5

"Elke bestuurder is tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. Indien het een aangelegenheid betreft die tot de werkkring van twee of meer bestuurders behoort, is ieder van hen voor het geheel aansprakelijk terzake van een tekortkoming, tenzij deze niet aan hem is te wijten en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden."

De verplichtingen van het bestuur blijven niet beperkt tot zijn verhouding met de rechtspersoon. Artikel 2:8 BW gaat verder:

1. Een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, moeten zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.
2. Een tussen hen krachtens wet, gewoonte, statuten, reglementen of besluit geldende regel is niet van toepassing voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn."

Het handelen van het bestuur en het handelen van alle anderen die bij de organisatie van de rechtspersoon zijn betrokken, dient te voldoen aan hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Veelal wordt aangenomen dat artikel 2:8 BW een verbijzondering is van de goede trouw c.q. eisen van zorgvuldigheid c.q. eisen van "redelijkheid en billijkheid" als norm die bepalend is voor elk handelen in het rechtsverkeer.<sup>25</sup> Deze begrippen kunnen worden beschouwd als synoniemen.<sup>26</sup> Overigens heb ik in het kader van dit onderzoek een voorkeur voor de uitdrukking "goede trouw". In fiduciaire verhoudingen, waarin vermogen wordt *toevertrouwd* aan anderen, heeft "goede trouw" - de *bona fides* - voor mijn gevoel meer zeggingskracht dan "redelijkheid en billijkheid". Bovendien sluit de "goede trouw" linguïstisch beter aan bij de trust, waarmee het pensioenfonds zoveel gelijkenis vertoont.

Besluiten van een orgaan van de rechtspersoon dienen blijkens artikel 2:15 BW te voldoen aan eisen van goede trouw. Besluiten kunnen worden vernietigd:

- a. wegens strijd met wettelijke of statutaire bepalingen die het tot stand komen van besluiten regelen;

---

25 Vgl. onder meer Asser-Maeijer (2000), nr. 293, 297 en Maeijer (1984), p. 32; Van Schilfgaarde (2003), nr. 8 en Van Schilfgaarde (1984), p. 57 en 70; Verdam (1995), p. 150-155.

26 Huizink (Rechtspersonen), aant. 4 bij artikel 2:8 BW.

- b. wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid die door artikel 8 worden geëist;
- c. wegens strijd met een reglement.

De goede trouw bepaalt voor een belangrijk deel de rechtsverhouding tussen de rechtspersoon en haar organen. Tezamen met de PSW, de statuten en reglementen vormt de goede trouw het "niet contractuele rechtsregime" binnen het pensioenfonds.<sup>27</sup>

Dit regime is van toepassing op het bestuur en op andere statutaire organen van het pensioenfonds.<sup>28</sup> De rechtsverhouding tussen het bestuur en het pensioenfonds is mede gebaseerd op het vertrouwen dat met de benoeming tot uitdrukking wordt gebracht en wordt beheerst door het niet contractuele rechtspersoonrechtelijke regime. Aangenomen wordt dat er daarnaast een contractuele relatie is tussen het bestuur en het pensioenfonds die kwalificeert als een overeenkomst van opdracht.<sup>29</sup>

In de regel zal tussen het pensioenfonds en de bestuurder geen sprake zijn van een arbeidsovereenkomst. Bestuurders van pensioenfonds en oefenen hun taak uit in deeltijd; in de regel betreft het lidmaatschap van het bestuur een nevenfunctie en wordt de bestuurder niet gesalarieerd. Dit onderscheidt hen van bestuurders van kapitaalvennootschappen en vindt impliciet erkenning in artikel 6 PSW. Hun rechtsverhouding zal doorgaans niet beantwoorden aan de essentialia van de arbeidsovereenkomst.<sup>30</sup>

---

27 Vgl. Maeijer (1984), p. 38; De Kluiver (2000), p. 225- 240; Blanco Fernández (2002), p. 125-142.

28 Indien een separaat werkend pensioenfonds taken heeft uitbesteed aan een managementorganisatie vallen diens organen zelfstandig onder de hierbedoelde normen. Vgl. § 2.10.2.

29 Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 486. Die kwalificatie biedt interessante aanknopingspunten voor de beoordeling van potentiële belangenconflicten waarmee de bestuurder van een pensioenfonds kan worden geconfronteerd. De in hoofdstuk 4 besproken principes die ten grondslag liggen aan de artikelen 7:402 (aanwijzingen opdrachtgever), 403 (informatieplicht; rekening en verantwoording), 404 (persoonlijke uitvoering), 416 (Selbsteintritt), 417 (dienen van twee heren) en 418 (andere belangenconflicten) zijn bruikbaar om de rechten en verplichtingen van de bestuurder ten opzichte van het pensioenfonds te concretiseren. In dat licht stelt Huizink (2003), p. 16-17 mijn inziens ten onrechte dat de kwalificatie opdracht "als zodanig eigenlijk geen inhoudelijke betekenis heeft".

30 Vgl. Van Schilfgaarde (2003), nr. 45; Van der Grinten (2002), p. 14-22; Verhulp (T&C), aant. 2 en 4 bij artikel 7:610 BW.

## 5.5 Het toepassingsbereik

Eisen van redelijkheid en billijkheid c.q. goede trouw kunnen worden toegepast in de verhoudingen tussen de organen van een pensioenfonds en in relatie tot diegenen die bij zijn organisatie zijn betrokken.

Als mogelijke organen van een pensioenfonds kunnen we onderscheiden: het bestuur, een statutair voorgeschreven directie, een statutair voorgeschreven beleggings(advies)commissie, een deelnemersraad.

Een raad van commissarissen of raad van toezicht is uitzondering bij een pensioenfonds. Een ondernemingsraad zal in zijn algemeenheid niet hebben te gelden als orgaan van de rechtspersoon.<sup>31</sup>

De bij het pensioenfonds aangesloten werkgever(s) en de begunstigden zou ik willen aanmerken als personen die bij de organisatie van de rechtspersoon c.q. het pensioenfonds zijn betrokken. Zij staan in een duale verhouding tot het pensioenfonds. Die is enerzijds contractueel van aard, voorzover zij haar grondslag vindt in de pensioenovereenkomst. Er is echter ook een rechtspersoonrechtelijke relatie, aangezien de rechten en verplichtingen van de werkgever(s) en de begunstigden in hoge mate worden beïnvloed door besluiten die het pensioenfonds neemt *als rechtspersoon*.<sup>32</sup> Werkgever(s) en begunstigden zijn betrokken bij de besluitvorming die binnen de rechtspersoon plaatsvindt en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen (bijvoorbeeld inzake de toepassing van de statuten en reglementen). Die besluiten werken onder meer door in de financieringsverplichtingen en in de contractuele pensioenrechten.<sup>33</sup> De belanghebbenden bij het pensioenfonds vallen daarmee ruimschoots binnen het bereik van de volgende door Timmerman gegeven definitie:

"Tegen deze achtergrond zou ik als een persoon die krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de rechtspersoon is betrokken willen verstaan een ieder die op

---

31 Dat neemt niet weg dat de ondernemingsraad bij de organisatie van de rechtspersoon is betrokken en dat hun verhouding daarom door eisen van redelijkheid en billijkheid wordt bepaald. Vgl. Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 46; Huizink (Rechtspersonen), aant. 6 bij artikel 2:8 BW; Blanco Fernández (2002), p. 127 (noot 9).

32 In gelijke zin Tulfer (2002), p. 206. Blanco Fernandez (2002), p. 132-133 spreekt in dit verband van de relativiteit van de betrokkenheid ex artikel 2:8 BW.

33 Lutjens (1990) lijkt te betwijfelen of de rechtspersoonrechtelijke redelijkheid en billijkheid van toepassing is in de verhouding tussen het pensioenfonds en de begunstigden, omdat die verhouding primair contractueel van aard is.

grond van de wet of de statuten rechten of plichten heeft die door gedragingen, die zich binnen de sfeer van de rechtspersoon afspelen, rechtstreeks beïnvloed worden."<sup>34</sup>

In § 2.10.2 is uiteengezet dat alle pensioenfondsen in Nederland in meer of minder mate taken uitbesteden. Bij grote zelfadministrerende pensioenfondsen delegeert het bestuur de beleidsvoorbereiding en de uitvoering (waaronder de dagelijkse leiding van het pensioenfonds en de aansturing van de werkorganisatie) aan een directie. Deze directie is dikwijls "mede-beleidsbepalend"; de beleidsvoorbereiding beïnvloedt in hoge mate de uitkomst van de besluitvorming. De taak en de bevoegdheden die de directie uitoefenen hebben daardoor bestuurlijke trekken.<sup>35</sup>

De directie en de delegatie hebben in de regel een statutaire grondslag. In dat geval kan de directie worden beschouwd als een orgaan van de stichting.<sup>36</sup> Het gevolg is dat het gedrag van de statutaire directie rechtstreeks onderworpen wordt aan de eisen van de goede trouw, bedoeld in artikel 2:8 BW en dat haar besluiten dienen te voldoen aan de eisen bedoeld in artikel 2:15 lid 1 BW.

Indien de directie haar bestaan en haar taak ontleent aan de statuten, is verdedigbaar dat leden van de directie binnen de werkingsfeer van artikel 2:9 BW komen.<sup>37</sup> Jegens de rechtspersoon zijn zij gehouden tot een verdergaande verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid dan "gewone" werknemers. De directeur die "mede-beleidsbepalende invloed" heeft is, net als de bestuurder, gehouden tot een behoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW.<sup>38</sup> De taak, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuur en directie kunnen onder die omstandigheden worden aangemerkt

---

34 De Monchy en Timmerman (1992), p. 49. In gelijke zin Tulfer (1997), nr. 449-450, 808.

35 De delegatie van beleidsvoorbereiding en uitvoering ontslaat de bestuurders van het pensioenfonds niet van hun verantwoordelijkheid voor de gedelegeerde taken. Dit is anders bij delegatie in bestuursrechtelijke zin, waarbij de delegans de verantwoordelijkheid voor de uitoefening van de bevoegdheid verliest, vgl. artikel 10:13 Algemene wet bestuursrecht. Uiteraard moet het bestuur zorgvuldigheid betrachten in de selectie van een managementorganisatie respectievelijk een directie. Voorts moeten bestuurders afwegingen en analyses van vakexperts kunnen doorgronden en kritische vragen kunnen stellen op actuair, financieel en pensioentechnisch gebied. Zij behoeven niet zelf actuaire, jurist en beleggingsexpert te zijn, doch zij moeten wel beschikken over het inzicht om op basis van interne en externe voorstellen en adviezen verantwoorde beslissingen te nemen.

36 Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nrs. 37 en 482.

37 Vgl. Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nrs. 37 en 38 jo. 44.

38 In gelijke zin Groeneveld-Louwerse (2001), p. 8-9.

als complementair; zij zijn - in zekere zin - communicerende vaten. Bestuur en directie tezamen worden door de PSW aangeduid als beleidsbepalers.<sup>39</sup>

Separaat werkende pensioenfondsen delegeren de beleidsvoorbereiding en -uitvoering aan een andere rechtspersoon, een managementorganisatie. Uit een oogpunt van rechtszekerheid zou ik willen aannemen dat de artikelen 2:8, 2:9 en 2:15 BW geen rol spelen in het kader van deze uitbesteding, ook niet in de mogelijk zeer intense relatie tussen het separaat werkend pensioenfonds en zijn eigen, exclusief werkende managementorganisatie. D e rechtsverhouding wordt beheerst door het algemene overeenkomstenrecht, door titel 7 van Boek 7 BW ("Opdracht"), alsmede de eisen van redelijkheid en billijkheid die de uitvoering van de overeenkomst van opdracht beheersen, in overeenstemming met de artikelen 6:2, 6:248 en 6:258 BW. Pensioenfonds en managementorganisatie kunnen elkaar mijns inziens niet aanspreken op de naleving van rechtspersoonrechtelijke normen.<sup>40</sup>

Dit kan onder meer consequenties hebben bij de toepassing van artikel 2:15 lid BW 1 onder a. en c. De "deelrechtsorde" van het pensioenfonds bestaat uit de PSW, de statuten en reglementen van het pensioenfonds.<sup>41</sup> Daaruit vloeien heel specifieke rechten en verplichtingen voort. Wat het vermogensbeheer betreft geldt dit bijvoorbeeld ten aanzien van de totstandkoming en de uitvoering van beleggingsplannen, het daarop te houden toezicht en de daarover verschuldigde verantwoording. Ten aanzien van de pensioenadministratie valt te denken aan de toepassing van de pensioenreglementen.

Deze bijzondere voorschriften regarderden de managementorganisatie slechts voor zover die zijn vertaald in de tussen partijen gesloten overeenkomst van uitbesteding. De managementorganisatie staat buiten de kring van organen van het pensioenfonds en de bij zijn organisatie betrokkenen. Aan haar komt daarom geen beroep toe op de artikelen 2:8 en 2:15 BW. De managementorganisatie draagt in beginsel geen verantwoordelijkheid voor

---

39 Artikel 5 PSW. Vgl. Maatman (2000a). Zie ook § 6.3.

40 Van een uitzondering op deze regel is sprake indien het pensioenfonds aandelen houdt in de managementorganisatie. Ook d an wordt de uitbestedingsrelatie in overwegende mate beheerst door contractuele en niet door rechtspersoonrechtelijke normen.

41 Het begrip "deelrechtsorde" is geïntroduceerd door Van Schilfgaarde (2003), nr. 1.

de eerbiediging door het pensioenfonds van de regels die zijn eigen besluitvormingsproces beheersen, zo zou ik menen.<sup>42</sup>

## 5.6 De toepassing van de artikelen 2:8, 2:9 en 2:15 BW

### 5.6.1 Artikel 2:8 BW

De bij de rechtspersoon betrokken personen moeten zich bij de uitoefening van hun bevoegdheden en, in zijn algemeenheid, bij alle gedragingen in de sfeer van de rechtspersoon, mede laten leiden door de gerechtvaardigde belangen van de overige bij die rechtspersoon betrokken personen.<sup>43</sup> Schending van deze in artikel 2:8 lid 1 BW opgenomen norm moet worden aangemerkt als wanprestatie dan wel als een onrechtmatige daad jegens de rechtspersoon dan wel andere bij de rechtspersoon betrokken personen. Zij kan uit dien hoofde leiden tot schadeplichtigheid.<sup>44</sup>

Wat redelijkheid en billijkheid in concreto vergen hangt af van de omstandigheden van het geval. Relevant zijn de positie van de betrokkenen binnen de rechtspersoon, hun maatschappelijke positie, de aard van de in het geding zijnde belangen, de tot dusver in soortgelijke situaties bij de rechtspersoon gevolgde gedragslijn en de ernst van het door één of meer betrokkenen te lijden nadeel.<sup>45</sup>

Bij een pensioenfonds zijn casusposities voorstelbaar die aanleiding kunnen geven tot het invoeren van de in artikel 2:8 BW bedoelde norm. Een actueel voorbeeld betreft de gevolgen van zogeheten "zachte verplichtingen". De PVK heeft daarop in 2002 de aandacht gevestigd. Onder zachte verplichtingen verstaat de PVK verplichtingen waarvan de waarde mede afhankelijk is van in de toekomst door het pensioenfonds te nemen beslissingen. Het gaat om (de waardering van) feitelijk aanwezige beleidsruimte die het pensioenfonds heeft om de hoogte van toekomstige kasstromen (uitkeringen en premies) te beïnvloeden.<sup>46</sup> De PVK wijst erop dat de

---

42 Tot dezelfde conclusie leidt, als ik het goed zie, het betoog van De Kluiver (2000), p. 233-234.

43 Artikel 2:8 lid 1 BW.

44 Over de grondslag van deze aansprakelijkheid - wanprestatie of onrechtmatige daad - zie Huizink (Rechtspersonen), aant. 8 bij artikel 8.

45 Huizink (Rechtspersonen), aant. 2 bij artikel 2:8 BW en aldaar vermelde literatuur en jurisprudentie.

46 Vgl. de PVK-circulaire "Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfonds" d.d. 30 september 2002 en PVK (2003a).



verwachtingen die een pensioenfonds heeft gewekt bepaalde verplichtingen in het leven kunnen roepen die een nadere inkleuring geven aan de uitoefening van reglementaire bevoegdheden. Zo zal een pensioenfonds dat jarenlang aan zijn deelnemers communiceert dat het pensioen onder alle omstandigheden volledig wordt geïndexeerd (en dat feitelijk ook altijd volledig geïndexeerd heeft) mogelijk geen gebruik kunnen maken van de reglementaire bevoegdheid om van indexatie af te zien.

Een ander voorbeeld is het pensioenfonds dat de indruk wekt een premievrij pensioen in stand te zullen houden doch vervolgens overgaat tot premieheffing. In die sfeer zal een begunstigde een beroep kunnen doen op door het pensioenfonds gewekte verwachtingen en een dergelijk beroep mede kunnen plaatsen in de sleutel van artikel 2:8 jo. artikel 2:15 BW.<sup>47</sup>

Bij de toepassing kan ook worden gedacht aan de verplichting van de beleidsbepalers van het pensioenfonds tot het verstrekken van informatie aan andere organen van het pensioenfonds, waaronder de opdrachtgever(s) en de begunstigten. Het organisatiemodel van pensioenfondsen, waarbij beleidsbepalende bevoegdheden zijn verdeeld over een parttime functionerend bestuur en een full time leidinggevende directie respectievelijk een managementorganisatie, kan gemakkelijk leiden tot informatie-asymetrie. Het is aannemelijk dat het bestuur op grond van artikel 2:8 BW mag verlangen dat het zonder enige terughoudendheid wordt geïnformeerd over aangelegenheden die een beleidsmatige impact kunnen hebben.<sup>48</sup>

Het pensioenfonds dient de belanghebbenden adequaat te informeren over de uitvoering van de pensioenadministratie en het vermogensbeheer. Zij mogen dit verlangen op basis van de verbintenisrechtelijke eisen van redelijkheid en billijkheid die de uitvoering van de pensioenovereenkomst beheersen. Zij kunnen zich ook beroepen op de rechtspersoonrechtelijke

---

47 Vgl. de PVK-circulaire d.d. 30 september 2002: "Ook als er een voorwaardelijke indexeringsverplichting is, dient deze transparant gemaakt te worden. Van belang bij het bepalen van de grens tussen de voorwaardelijkheid en de feitelijke onvoorwaardelijkheid van een indexering, is onder meer het gegeven of in een reeks van achterliggende jaren systematisch is geïndexeerd en de helderheid van de communicatie over het voorwaardelijke karakter van een indexering, al zal het zwaartepunt doorgaans op de reglementaire bepalingen liggen."

48 Vgl. § 4.4.3 over vergelijkbare verplichtingen in de verhouding tussen opdrachtgever en opdrachtnemer. Vgl. over de tussen bestuur en raad van commissarissen uit te wisselen informatie: Huizink (Rechtspersonen), aant. 9 bij artikel 2:8 BW.

eisen van redelijkheid en billijkheid, bedoeld in artikel 2:8 BW. Welke informatie in concreto mag worden verlangd hangt onder meer af van het persoonlijk belang dat de betrokkene bij die informatie heeft en van maatschappelijke ontwikkelingen. Het lijkt mij dat een persoonlijk belang in het geding is in geval van premieverhoging of korting op eerder toegekende rechten dan wel andere materiële wijzigingen van de pensioenregeling.<sup>49</sup> Van het pensioenfonds mag worden verwacht dat het de achtergronden van dergelijke wijzigingen uiteenzet en zonodig ook plaatst in het licht van het beleggingsbeleid en de beleggingsresultaten. Mijns inziens vormen de financiële omstandigheden van de werkgever(s) ook een relevante overweging. Voorts is van belang welke beleidsvrijheid het pensioenfonds geniet, onder meer krachtens het voor hem geldende toezichtregime. Als een pensioenfonds beschikt over aanzienlijke discretionaire bevoegdheden in de uitvoering van zijn taken dient dit mijns inziens te corresponderen met hogere eisen aan zijn verantwoordingsplicht en de door hem te betrachten transparantie.<sup>50</sup>

#### *5.6.2 Artikel 2:15 BW*

Besluiten van de rechtspersoon die de eisen van redelijkheid en billijkheid veronachtzamen zijn aantastbaar op grond van artikel 2:15 BW. Hetzelfde geldt voor besluiten in strijd met wettelijke, statutaire of reglementaire voorschriften. De vernietiging van een besluit geschiedt door de rechtbank, op vordering van iemand die een redelijk belang heeft bij de naleving van de desbetreffende verplichting of op vordering van de rechtspersoon zelf.

Op grond van artikel 2:15 BW is een besluit onder meer aantastbaar wegens strijd met een reglement. Reglementen hebben bij pensioenfondsen een bijzondere betekenis, zo blijkt uit de PSW.<sup>51</sup> Elk pensioenfonds heeft reglementen; dit onderscheidt hem op zichzelf reeds van andere rechtspersonen. Reglementen hebben betrekking op de toekenning van pensioenen, het besluitvormingsproces en het beleggingsbeleid. Artikel 18 PSW wijst bestuurders van pensioenfondsen uitdrukkelijk (en ten overvlo-

---

49 Dit sluit aan bij artikel 11 van de Pensioenrichtlijn waarin is bepaald dat pensioenfondsen aan de deelnemers en pensioengerechtigden ten minste alle relevante informatie verstrekken over "wijzigingen in de voorschriften inzake de pensioenregeling".

50 Vgl. § 7.4 ten aanzien van de verantwoordingsplicht die samenhangt met de prudent person-regel.

51 Vgl. de artikelen 4, 6b lid 1, 7, 8b, 17, 32a PSW.

de) op de verplichting ervoor te zorgen "dat het bepaalde bij of krachtens deze wet alsmede de bepalingen van de statuten en reglementen van het fonds worden nageleefd".

Artikel 2:15 BW kan bijvoorbeeld toepassing vinden bij hardheidsclausules in pensioenreglementen. Een dergelijke clausule geeft aan het bestuur de bevoegdheid in bijzondere gevallen af te wijken van het pensioenreglement indien strikte toepassing tot onbillijke uitkomsten leidt. Een hardheidsclausule kan gemakkelijk aanleiding geven tot een beroep op het gelijkheidsbeginsel dan wel de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid bedoeld in artikel 2:8 BW. De weigering van het bestuur om een hardheidsclausule toe te passen is mogelijk aantastbaar op grond van artikel 2:15 BW.

Een toepassingsgebied van artikel 2:15 BW jo. artikel 2:8 BW zie ik voorts bij omstreden (beleggings)transacties. In § 4.5 kwam reeds de affaire Nedlloyd-Hagen aan de orde, waarbij het pensioenfonds van Nedlloyd de onderneming bevrijdde van de lastige aandeelhouder Hagen. Het is verdedigbaar dat een pensioenfondsbesluit tot het verrichten van een transactie met het oog op het belang van de werkgever(s) in plaats van het belang van de begunstigden bloot staat aan vernietiging op grond van artikel 2:15 BW. Een casus in de schaarse jurisprudentie is het pensioenfonds dat zonder zekerheidstelling financieringen verstrekt aan beleidsbepalers.<sup>52</sup> Meer in het algemeen kunnen we denken aan besluiten tot het verrichten van transacties die plaatsvinden in een schemergebied; die niet primair tot stand worden gebracht op grond van zakelijke overwegingen doch met het oog op persoonlijke bevoordeling.

Besluiten in het kader van een bepaald "maatschappelijk verantwoord" beleggingsbeleid dat het pensioenfonds wil voeren kunnen eveneens omstreden zijn. Op pensioenfondsen kan druk worden uitgeoefend om beleggingen te verrichten die niet primair ten doel hebben de belangen van begunstigden te dienen. Denk aan sociaal geïnitieerde beleggingen en aan doelinvesteringen die tot stand worden gebracht tegen suboptimale condities met het oog op bepaalde nevendoelestellingen. Voorbeelden van deze doelstellingen zijn: de realisatie van sociale woningbouw, de ontwikkeling van achterstandswijken of minderheidsgroeperingen, de instandhouding

---

52 Vgl. Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88; TVVS 1993, p. 242-243 (MDS) m.nt. Slagter. Vgl. voor dergelijke financieringen bij kapitaalvennootschappen Rb. 's-Hertogenbosch 5 december 1941, NJ 1942, 432 en Rb. Utrecht 24 februari 1943, NJ 1943, 862.

van werkgelegenheid, het behoud van nationaal erfgoed of het behoud van een bepaalde industrie voor een regio of een land. Een uitvoerige bespreking van dit onderwerp gaat het bestek van dit onderzoek te buiten. Op deze plaats volsta ik met een enkele opmerking.<sup>53</sup>

De zorgvuldigheid van besluiten en transacties die voortvloeien uit maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid moet mede worden beoordeeld in het licht van de wijze waarop dat beleid tot stand is gekomen en de vraag of het individuele besluit en de transactie daarbinnen past. Daarbij moet de vraag worden beantwoord of de statuten en reglementen zijn gerespecteerd, of de gebruikelijke adviezen zijn ingewonnen, of - kort gezegd - gehandeld is in overeenstemming met de regels van het beleggingsproces. Als van dat proces wordt afgeweken behoeft dat mijns inziens een rechtvaardiging die wordt gedocumenteerd. Onder omstandigheden zullen additionele eisen aan de verantwoording worden gesteld. Mijns inziens heeft het pensioenfonds "de schijn tegen" als het rendement/risicoprofiel van de belegging niet beantwoordt aan de eisen die op grond van het reguliere beleggingsproces zouden gelden. Het lijkt mij niet waarschijnlijk dat een besluit tot het verrichten van een dergelijke transactie kan worden gerechtvaardigd. Bovendien geldt de eis dat de belegging in het belang is van de begunstigden. Als er mogelijke tegenstrijdige belangen in het geding zijn, dient het belang van de begunstigden te prevaleren. Deze eis is uitdrukkelijk vastgelegd in artikel 18 Pensioenrichtlijn.

### *5.6.3 Artikel 2:9 BW*

Dit artikel verplicht beleidsbepalers van pensioenfondsen tot behoorlijke taakvervulling. Zij moeten instaan voor hun eigen deskundigheid. Aansluiting kan worden gezocht bij HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (Staleman): Een bestuurder is tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak. Onbehoorlijke taakvervulling kan leiden tot aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de rechtspersoon op grond van artikel 2:9 BW. Volgens de Hoge Raad is daarvoor vereist dat aan de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of plaats is voor een ernstig verwijt hangt af van de omstandigheden van het geval. Blijkens de overwegingen in het arrest spelen daarbij onder meer een rol:

---

53      Uitvoering over dit onderwerp: Maatman (1997) en Maatman (2000a).

## Hoofdstuk 5

"de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de in het algemeen daaruit voortvloeiende risico's, de taakverdeling binnen het bestuur, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen, de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen, alsmede het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult".

In latere arresten heeft de Hoge Raad deze lijn bevestigd.<sup>54</sup>

Transponeren we deze factoren naar een pensioenfonds dan mag van een beleidsbepaler worden verwacht dat hij bekend is met de financieringsstructuur van het pensioenfonds en de daarmee samenhangende risico's. Hij zal moeten weten wat nodig is om de in de pensioenregeling gedane toezeggingen te kunnen honoreren. Hij moet zorgdragen dat het pensioenfonds de actuariële en bedrijfstechnische nota uitvoert.<sup>55</sup> Hij zal erop moeten toezien dat het pensioenfonds "solide" belegt. Op de betekenis daarvan kom ik terug in hoofdstuk 7.

Beleidsbepalers dienen zich bij de vervulling van hun taak te richten naar de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden en zorgen ervoor dat dezen zich door hen op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.<sup>56</sup> Dit vereist dat de beleidsbepaler inzicht heeft in en affiniteit heeft met de sociale verhoudingen waarbinnen het pensioenfonds opereert.

Behoorlijke taakvervulling impliceert *niet* dat een bestuurder persoonlijk elke (rechts)handeling moet verrichten of daarop moet toezien. Dat is fysiek welhaast onmogelijk. Voorts kan die eis evenmin betekenen dat van een beleidsbepaler wordt gevergd dat hij *zélf* beschikt over alle specialistische kennis die in een pensioenfonds voorhanden moet zijn. Van een bestuurder mag echter wel worden gevraagd dat hij afwegingen en analyses van vakexperts kan doorgronden en kritische vragen kan stellen. Onder bestuurders dient voldoende actuariële, juridische en beleggingstechnische kennis voorhanden te zijn om op basis van interne en externe voorstellen en adviezen verantwoorde beslissingen te nemen. Hij zal medebeleidsbepalers moeten recruteren die beleidsbeslissingen voorbereiden en zorgdragen voor de uitvoering daarvan.

---

54 HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (Schwandt-Berghuizer Papierfabriek) en HR 4 april 2003, NJ 2003, 538 (Skipper Club-Jaarsma). Zie over deze arresten ook Timmerman (2003), p. 1636.

55 Artikel 9c PSW.

56 Artikel 5 lid 4 PSW.

Een behoorlijke taakvervulling door beleidsbepalers brengt mee dat het pensioenfonds in staat is te functioneren zoals een goed opdrachtnemer betaamt. Dit vergt dat beleidsbepalers zonnodig taken moeten uitbesteden teneinde te kunnen beschikken over de kennis en kunde die toereikend is voor een professioneel vermogensbeheerder.<sup>57</sup>

De beleidsbepaler die zijn taak onbehoorlijk vervult staat bloot aan aansprakelijkheid jegens het pensioenfonds. Dit betreft derhalve een 'interne' aansprakelijkheid.<sup>58</sup> Onbehoorlijke taakvervulling ten opzichte van anderen dan de rechtspersoon kan een onrechtmatige daad opleveren. Voor zover die anderen deel uitmaken van de organisatie van de rechtspersoon kan artikel 2:8 BW als grondslag voor een schadevergoedingsactie dienen.<sup>59</sup>

### 5.7 Zorgvuldig beheer in de zin van het stichtingrecht

Het "normaal-type" van de stichting is een "één-organ-organisatie". De meeste stichtingen hebben geen orgaan dat toezicht houdt op de bestuurlijke taakuitoefening naast het bestuur; de interne controlerende functie is niet verankerd in een orgaan.<sup>60</sup> Om die reden heeft de wetgever een zekere toezichthoudende rol toebedeeld aan het openbaar ministerie ("OM"). Het OM kan, bij ernstige twijfel of de wet of de statuten te goeder trouw

---

57 Nader hierover in § 2.10.1 en § 6.9.

58 Huizink (Rechtspersonen), aant. 4a bij artikel 2:9 BW stelt vast dat bestuurders om in termen van aansprakelijkheid te vervallen het uitermate bont moeten hebben gemaakt. Vervolgens is het nog maar de vraag of de rechtspersoon daadwerkelijk een schadevergoedingsactie instelt. Een interessant onderscheid in "graden" van onzorgvuldigheid wordt gemaakt door A-G Huydecoper in zijn conclusie voor HR 4 april 2003, NJ 2003, 538 (Skipper Club-Jaarsma). Hij onderscheidt vier categorieën. De derde categorie bevat de als "zwaarder" te beoordelen fouten. Daarbinnen is een "grijze zone" van handelingen die wel als onjuist kunnen worden gekwalificeerd maar die niet tot aansprakelijkheid behoren te leiden. Daarop sluit aan een groep handelingen die zwaarder aan te rekenen zijn ("onverantwoordelijk") waarbij de betrokken bestuurder zich er in geobjectiveerde zin van bewust had moeten zijn (dus: zich had behoren te realiseren) dat die nadelig zouden uitpakken. De vierde categorie ("opzet of bewuste roekeloosheid") leidt uiteraard zonder meer tot aansprakelijkheid.

59 Huizink (Rechtspersonen), aant. 13 bij artikel 2:9 BW.

60 Vgl. Maeijer (1988), p. 147 daarbij verwijzend naar Slagter in het Praktijkboek Commissarissen. Dit laat onverlet dat stichtingen die grote organisaties in stand houden of stichtingen waarmee grote financiële belangen zijn gemoeid zoals ziekenhuizen, woningbouwcorporaties, musea én pensioenfondsen, in de regel wél een statutair toezichthoudend orgaan kennen.

## Hoofdstuk 5

worden nageleefd, dan wel het bestuur naar behoren wordt gevoerd, aan het bestuur van de stichting inlichtingen verzoeken. Indien het bestuur niet of niet behoorlijk tegemoetkomt aan dit verzoek, kan de rechtbank bevelen dat aan het OM "de boeken, bescheiden en andere gegevensdragers van de stichting voor raadpleging beschikbaar worden gesteld, en de waarden der stichting worden getoond".<sup>61</sup> De bestuurder die onvoldoende gevolg geeft aan dit bevel kan door de rechtbank worden ontslagen. Datzelfde geldt indien hij iets doet of nalaat in strijd met de bepalingen van de wet of van de statuten, dan wel zich schuldig maakt aan wanbeheer.<sup>62</sup> "Wanbeheer" roept associaties op met het begrip wanbeleid zoals dat in het enquêterecht wordt geïnterpreteerd. De betekenis is echter niet dezelfde. Wanbeheer is in HR 3 januari 1975, NJ 1975, 222 ("Stichting Werkende Jeugdigen") in beperkte zin geïnterpreteerd. Volgens de HR wenst de wetgever geen algemene controle op het beleid van de bestuurders van stichtingen, doch slechts een controle op de rechtmatigheid van dat beleid:

"dat, hoewel ten aanzien van deze term [wanbeheer, *RHM*] van een vast algemeen geldend taalgebruik niet kan worden gesproken, deze toch eerder de gedachte oproept van een falend beleid ten aanzien van het beheer over een vermogen of de zorg voor geldmiddelen dan van een wanbeleid in het algemeen;

dat er te minder aanleiding bestaat aan deze term de minder gebruikelijke ruime betekenis toe te kennen, welke het middel voorstaat, omdat, indien de mogelijkheid een bestuurder te ontslaan wegens "wanbeheer" op het bestuursbeleid in het algemeen zou worden betrokken en in de ruime betekenis van wanbestuur zou worden verstaan, zulks een doorkruising zou kunnen betekenen van de door de wetgever gewenste beperking van de rechterlijke controle tot een controle op de rechtmatigheid van het gedrag van de bestuurder;

dat op grond daarvan moet worden aangenomen dat de wetgever bij "wanbeheer" als ontslaggrond voor een bestuurder niet heeft gedacht aan bestuurlijk wanbeleid in het algemeen, maar aan tekortkomingen ten aanzien van het beheer over het vermogen van de Stichting of van de zorg voor de verkrijging van de inkomsten waarover de Stichting kan beschikken;"

Aangenomen wordt dat dit arrest impliceert dat het toezicht dat ingevolge artikel 2:298 BW kan worden uitgeoefend, beperkt is tot het financieel beleid dat het stichtingsbestuur voert (waaronder overigens ook beschikkings-

---

61 Artikel 2:297 BW.

62 Artikel 2:298 lid 1 BW.

handelingen worden gerekend).<sup>63</sup> Er vindt controle plaats op de rechtmatigheid van het door het bestuur gevoerde beleid; de doelmatigheid van het bestuur kan slechts worden beoordeeld voor zover zij betrekking heeft op de financiële aspecten van het beleid. Ware het anders, dan zou de rechter zich moeten begeven in, wat Maeijer noemt, "de vaak zeer uiteenlopende specifieke, mogelijk ideëel of politiek geladen doelstellingen van de vele duizenden stichtingen in kwestie."

Geparafraseerd zouden we kunnen zeggen dat de rechter, zolang er geen sprake is van onrechtmatig handelen, zich niet mag begeven in de vraag of een stichting de *juiste* dingen doet en of ze die dingen *goed* doet. De uitzondering op die regel betreft het door het bestuur gevoerde financiële beleid. Het stichtingsbestuur zal moeten boekhouden en dient dat op een behoorlijke manier te doen. Aangenomen mag worden dat het bestuur dat ter nakoming van die verplichting een schoenendoos aanhoudt met losse bescheiden en fictief opgemaakte jaarstukken zich schuldig maakt aan financieel wanbeheer.<sup>64</sup>

De vraag is welke implicaties het voorgaande heeft voor de stichting die een pensioenfonds in stand houdt.

Het staat buiten twijfel dat de bestuurder van een stichting die een pensioenfonds in stand houdt, bloot staat aan het toezicht ingevolge de artikelen 2:297-298 BW. Hij kan op verzoek van het OM of een belanghebbende door de rechtbank worden ontslagen. De PVK heeft te gelden als belanghebbende in de zin van deze bepaling.<sup>65</sup> Een groot deel van de activiteiten waarvoor het bestuur van een pensioenfonds verantwoordelijk is valt mijns inziens onder het toetsingsbereik van artikel 2:298 BW, zowel wat de rechtmatigheid als de doelmatigheid betreft. Het pensioenfonds is immers een financiële instelling; het dient financiële rechten en verplichtingen te "managen". Het financiële beleid c.q. balansbeheer of financieel beheer is een kerntaak.

Uit het arrest van 1975 volgt evenwel dat de rechter zich zal moeten onthouden van een oordeel over bijvoorbeeld de wijze waarop het pensioen-

---

63 Maeijer (1988), p. 148-151. Zie ook de annotatie van G.J. Scholten onder het genoemde arrest; Den Tonkelaar (T&C), aant. 2 bij artikel 2:298 BW; Van Wersch (1980) en Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 490.

64 Vgl. HR 22 december 1989, NJ 1990, 412 (Hulp voor Sahel), in het bijzonder ook de annotatie van Maeijer.

65 Tulfer (1997), nr. 763; Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nr. 492.



fonds zijn activiteiten organiseert dan wel de inhoud van de pensioenovereenkomst en de toepassing daarvan door het pensioenfonds. In het verlengde daarvan zou ik menen dat de rechter zich in het kader van artikel 2:298 BW niet moet inlaten met de vraag of het pensioenfonds overgaat tot indexering van het pensioen respectievelijk of het kernactiviteiten uitbestedt.

### 5.8 De toepassing van het enquêterecht

Het enquêterecht, geregeld in de artikelen 2:344-359 BW, behelst de mogelijkheid in opdracht van de Ondernemingskamer een onderzoek te verrichten naar vermoede misstanden in een onderneming.

Sinds 1994 is het enquêterecht niet alleen van toepassing op - kort gezegd - commerciële rechtspersonen doch ook op de stichting en de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid die een onderneming in stand houden waarvoor zij krachtens de Wet op de ondernemingsraden een ondernemingsraad moeten instellen.<sup>66</sup> De Ondernemingskamer kan worden verzocht een of meer personen te benoemen die een onderzoek verrichten naar het beleid en de gang van zaken van een stichting. Bij de stichting kan het verzoek worden gedaan door de advocaat-generaal bij het gerechtshof te Amsterdam om redenen van openbaar belang, door een vereniging van werknemers die in de onderneming van de stichting werkzame personen onder haar leden telt of door degenen aan wie daartoe bij de statuten of bij overeenkomst met de stichting de bevoegdheid is toegekend.<sup>67</sup>

De Ondernemingskamer kan een enquête gelasten indien de verzoeker aannemelijk maakt dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid van de rechtspersoon te twijfelen; de aangevoerde feiten en omstandigheden moeten de conclusie rechtvaardigen dat er een gerede kans is dat bij nader onderzoek blijkt van onjuist beleid.<sup>68</sup>

Door de wetwijziging van 1994 kan het beleid en de gang van zaken van een stichting, indien bij de stichting in de regel ten minste 50 personen werkzaam zijn, worden onderworpen aan een onderzoek.<sup>69</sup> Anders dan in een procedure ex artikel 2:298 BW kan de doelmatigheid van het beleid

---

66 Wet van 8 november 1993, Stb. 597.

67 Vgl. respectievelijk de artikelen 2:345 lid 2, 2:347 lid 2 en 2:346 onder c. BW.

68 Asser-Maeijer (2000) 2-III, nr. 526.

69 Vgl. artikel 2:344 lid 2 BW jo. artikel 2 lid 1 WOR.

integraal voorwerp van onderzoek zijn in een enquêteprocedure. Het enquêterecht onderscheidt zich voorts van het stichtingrecht doordat het beleid van - primair - de *rechtspersoon* aan een onderzoek wordt onderworpen en niet het beleid van het bestuur.<sup>70</sup>

Indien een enquêteverzoek betrekking heeft op een rechtspersoon die onder toezicht staat van de PVK of De Nederlandsche Bank N.V. zendt de griffier van de Ondernemingskamer een afschrift van het verzoekschrift aan de desbetreffende toezichthouder.<sup>71</sup> De wetgever achtte het gewenst dat de toezichthouders "op de hoogte zijn van de ontwikkeling der enquêteprocedure tegen de onder hun toezicht staande ondernemingen en instellingen, en dat zij desgewenst worden gehoord, voordat de ondernemingskamer een voorziening naar aanleiding van geconstateerd wanbeleid treft."<sup>72</sup>

Daarbij is in oorsprong gedacht aan een enquêteverzoek bij banken en verzekeraars.<sup>73</sup> Pensioenfondsen vielen ten tijde van de totstandkoming van artikel 2:348 BW buiten het bereik van het enquêterecht omdat zij nagenoeg alle de rechtsvorm van een stichting hebben. Door de wetwijziging van 1993 zijn enkele grote zelfadministrerende pensioenfondsen (namelijk die pensioenfondsen die verplicht zijn een ondernemingsraad in te stellen) onder het bereik van het enquêterecht gekomen. Ik betwijfel echter of dat de bedoeling is.

---

70 Bij relatief kleine stichtingen zal dit onderscheid materieel niet tot grote verschillen leiden. Bij grote zakelijk opererende stichtingen met een omvangrijke arbeidsorganisatie - en daar zal het in het enquêterecht vaak om gaan - ligt dit mogelijk anders. Bij stichtingen met verschillende statutaire organen - algemeen bestuur, dagelijks bestuur, directie, raad van toezicht, wellicht ook nog een deelnemersraad - is voorstelbaar dat de oorzaken van het wanbeleid toerekenbaar zijn aan een ander orgaan dan het bestuur in de zin van artikel 2:298 BW.

71 Artikel 2:348 BW.

72 Boukema (Rechtspersonen), aant. 1 bij artikel 2:348 BW.

73 Dit blijkt ook uit art. 355 lid 4 BW dat tot de wijziging bij wet van 8 november 1993, Stb. 597, een tweede volzin kende die luidde: "De Ondernemingskamer treft geen voorzieningen, die de Verzekeringskamer volgens haar uitdrukkelijke verklaring niet verenigbaar acht met de mate van veiligheid, welke is vereist ter waarborging van de nakoming van verplichtingen jegens polishouders en andere rechthebbenden terzake van verzekeringsovereenkomsten, noch voorzieningen welke De Nederlandsche Bank NV volgens haar uitdrukkelijke verklaring niet verenigbaar acht met een gezond bankbeleid." Deze bewoordingen wekken mijns inziens niet de indruk dat zij mede slaan op pensioenverzekeringen.

## Hoofdstuk 5

In de eerste plaats omdat de wetgever die consequentie niet lijkt te hebben onderkend.<sup>74</sup> Ook uit de door mij geraadpleegde literatuur blijkt niet dat rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat het enquêterecht op een pensioenfonds van toepassing is wordt, één uitzondering daargelaten.<sup>75</sup>

Wat eveneens pleit tegen toepassing van het enquêterecht op pensioenfondsen, is de willekeur die daarvan het gevolg zou zijn. Ik zou menen dat het principieel geen verschil behoort te maken of een pensioenfonds zelf-administrerend of separaat werkend is. Dat is bij de huidige wettekst wél het geval, nu de toepassing mede afhangt van de aanwezigheid van een eigen arbeidsorganisatie waarvoor een ondernemingsraad moet worden ingesteld.

Het meest zwaarwegende argument lijkt mij echter dat artikel 23m PSW voorziet in een eigen rechtsgang bij de Ondernemingskamer ingeval van vermoed wanbeleid. Op verzoek van de PVK kan de Ondernemingskamer een bewindvoerder aanstellen over een pensioenfonds indien het beheer van het fonds blijkt geeft van een zodanig wanbeleid dat de belangen van de deelnemers en andere gerechtigden een onmiddellijke voorziening vereisen, dan wel het bestuur van het fonds is komen te ontbreken. In het kader van artikel 23m PSW is, anders dan in een enquêteprocedure, geen onderzoek vereist om ingrijpen van de Ondernemingskamer mogelijk te maken. De achterliggende reden zal zijn dat de PVK door haar toezicht en betrokkenheid geen enquête behoeft om te vermoeden dat sprake is van wanbeleid. De PVK zal de relevante feiten en omstandigheden uiteraard in het verzoekschrift tot uitdrukking brengen. De Ondernemingskamer kan, indien zij met de PVK van oordeel is dat sprake is van wanbeleid, onmiddellijk overgaan tot het treffen van de gevraagde voorziening.<sup>76</sup>

---

74 Dit blijkt althans niet uit de parlementaire geschiedenis van de Wet van 8 november 1993, Stb. 597, vgl. Kamerstukken 22 400.

75 Vgl. Tulfer (1997), nrs. 758-763; Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997), nrs. 489-492a; Asser-Maeijer (2000), nrs. 517, 520, 524, 538; Maeijer (1988), p. 154-155; Boukema (Rechtspersonen), Pitlo-Raaijmakers (2000), nr. 10.31 alsmede Den Tonkelaar (T&C), aantekeningen bij de artikelen 2:344-348 en 2:358 BW, alsmede de conclusie van A-G Loeb bij HR 15 januari 1997, NJ 1997, 368 (Vie d'Or). De uitzondering is De Kluiver (1997), p. 23.

76 Er is bij mijn weten slechts één voorbeeld van een dergelijke procedure gepubliceerd: Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88; TVVS 1993, p. 242-243 (MDS). Tulfer (1997), nrs. 759-760 vermeldt enkele niet gepubliceerde beschikkingen van de OK.

Dat neemt niet weg dat het mij goed verdedigbaar lijkt *alle* pensioenfondsen te onderwerpen aan de mogelijkheid van een enquête, ter voorkoming van willekeur. De argumenten die pleiten voor een niet exclusief toezichtregime door de PVK voor verzekeringsmaatschappijen gelden evenzeer voor pensioenfondsen.<sup>77</sup> Een belangrijke doelstelling van het enquêterecht is het verkrijgen van opening van zaken. Van een enquête kan een belangrijke preventieve werking uitgaan. Voorts is belangrijk dat een enquête kan worden verzocht door de procureur-generaal bij het gerechtshof te Amsterdam, om redenen van openbaar belang. De begunstigden van het pensioenfonds zouden daaraan een zekere bescherming kunnen ontleen.

Mijn aanbeveling zou zijn in de nieuwe Pensioenwet te bepalen dat de enquêteprocedure van toepassing is op alle pensioenfondsen, waarbij een onderzoek en voorlopige voorzieningen mede kan worden verzocht door de toezichthouder.<sup>78</sup> De huidige rechtsgang als voorzien in artikel 23m PSW, die veel gelijkenis vertoont met het enquêterecht, zou dan kunnen vervallen.

### 5.9 Zorgvuldig beheer in de zin van het enquêterecht

Het enquêterecht geeft aanleiding tot veel jurisprudentie. Die is om drie redenen relevant voor pensioenfondsen en hun beleidsbepalers.

- Een deel van de in dat kader gewezen jurisprudentie concretiseert de verplichting tot behoorlijke taakvervulling als bedoeld in artikel 2:9 BW. Die verplichting rust eveneens op beleidsbepalers van pensioenfondsen;
- Het door het bestuur van een stichting gevoerde financieel beheer is in het kader van artikel 2:298 BW onderworpen aan rechterlijke toetsing op rechtmatigheid en doelmatigheid. Bij de beantwoording van de vraag of sprake is van "wanbeheer" in de zin van die bepaling kan aan de in het enquêterecht ontwikkelde normen reflexwerking worden toegekend. Voor een pensioenfonds zijn vooral die enquêteprocedures relevant waarbij het beleid van financiële instellingen is onderzocht. Dit geldt a fortiori voor de jurisprudentie naar aanleiding van de affaire bij de verzekeringsmaatschappij Vie d'Or. De activiteiten van een pensioenfonds vertonen gelijkenis met een verzekeraar. Beiden staan om die reden onder het prudentiële toezicht van de PVK;

---

77 Vgl. de overwegingen in HR 15 januari 1997, NJ 1997, 368 (Vie d'Or).

78 Kamerstukken II, 28 294.

## Hoofdstuk 5

- Indien aan een pensioenfonds wanbeleid als bedoeld in artikel 23m PSW wordt verweten kan de Ondernemingskamer een bewindvoerder aanstellen. Er wordt verdedigd dat wanbeleid in de zin van artikel 23m PSW dezelfde betekenis heeft als wanbeleid in een enquêteprocedure.<sup>79</sup> Dit zou impliceren dat de jurisprudentie, gewezen in het kader van het enquêterecht, rechtstreeks van belang is voor (beleidsbepalers van) pensioenfondsen.

Op grond van het bovenstaande concludeer ik dat de in het enquêterecht gewezen jurisprudentie nader invulling kan geven aan het door een pensioenfonds te voeren beleggingsbeleid. De desbetreffende kaders kunnen behulpzaam zijn om de "soliditeitseis", bedoeld in artikel 9b PSW, te concretiseren.

De jurisprudentie van de Ondernemingskamer is voor een deel van algemene strekking en toepasbaar op een veelheid van rechtspersonen die aan de enquêteprocedure kan worden onderworpen. In veel gevallen kan die rechtspraak worden getransponeerd naar pensioenfondsen. Aldus kan nader inhoud worden gegeven aan het begrip "wanbeheer" in artikel 2:298 BW.

Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen de formele en materiële zorgvuldigheid van het beleid.

Jurisprudentie inzake formeel zorgvuldig handelen betreft onder meer het respecteren van statuten en reglementen, het in acht nemen van hoor en wederhoor, de zorgvuldige afweging van belangen. Zonder te streven naar volledigheid zal ik een aantal uitspraken met betrekking tot formele zorgvuldigheidseisen behandelen in § 5.9.1. Daarbij heb ik gebruik gemaakt van de overzichten van de hand van respectievelijk Maeijer en Boukema.<sup>80</sup>

Daarnaast is er jurisprudentie die de materiële inhoud van het beleid betreft. De meeste daarvan is ondernemings- of sectorspecifiek en kan niet worden toegepast op pensioenfondsen. Denk bijvoorbeeld aan de uitspra-

---

79 Tulfer (1997), nr. 759.

80 Vgl. Asser-Maeijer (2000) 2-III, nrs. 526-527 en 534; Boukema (Rechtspersonen), aantekening 2 bij artikel 2:350 BW en aant. 2 bij artikel 2:355 BW.

ken met betrekking tot multinationale ondernemingen die vestigingen in Nederland sluiten teneinde bedrijfsactiviteiten elders te concentreren.<sup>81</sup>

Er zijn echter enkele uitspraken die betrekking hebben op inhoudelijke afwegingen, waaronder het gevoerde financiële of beleggingsbeleid, die wél bijzondere betekenis hebben voor dit onderzoek. Die jurisprudentie zal ik behandelen in § 5.9.2.

### 5.9.1 Formele zorgvuldigheid

#### *Totstandkoming beleid*

Het niet inacht nemen van de door de wet en statuten voorgeschreven beleids- en besluitvormingsprocedure en de daarbij behorende taakverdeling tussen de organen van de rechtspersoon kunnen zo ernstig zijn dat het wanbeleid vormt, vgl. Hof Amsterdam (OK) 3 december 1987, De NV 1988, p. 78 en HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem).

Er kan reden zijn om aan een juist beleid te twijfelen indien het beleid niet op de statutair voorgeschreven wijze is tot stand gekomen, vgl. Hof Amsterdam (OK) 15 november 1973, NJ 1974, 293.

Rechtshandelingen van het bestuur in strijd met de wet en de statuten liggen mede ten grondslag aan de conclusie dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid te twijfelen, vgl. Hof Amsterdam (OK) 7 januari 1988, NJ 1989, 827 (Bredero).

Uit de jurisprudentie blijkt dat onder het beleid van de rechtspersoon niet alleen wordt verstaan het beleid van het bestuur. Ook gedragingen van andere organen kunnen aanleiding vormen voor twijfel aan een juist beleid van de rechtspersoon, vgl. Hof Amsterdam (OK) 22 januari 1976, NJ 1977, 341 (Wien & Barten); Hof Amsterdam (OK) 15 september 1994, TVVS 1995, p. 51 (Kerstens) en Hof Amsterdam (OK) 26 april 1972, AA 1974, p. 124 (Schenkkan).

#### *Toepassing*

Beleggingsbeleid dient te voldoen aan een zorgvuldigheidsnorm. Die norm kan worden geconcretiseerd aan de hand van de term "beleggingsproces", dat wil zeggen: de vraag of de beheerder zich houdt aan tevoren beschreven

---

81 Vgl. Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, NJ 1980, 71 (Batco); Hof Amsterdam (OK) 10 december 1981, NJ 1983, 24 (Ford); Hof Amsterdam (OK) 23 juni 1983, NJ 1984, 571 (Hyster) en Hof Amsterdam (OK) 29 augustus 1985, NJ 1986, 578 (Howson Algraphy).

gedraglijnen waarlangs een besluit tot het verrichten van een bepaalde belegging zich dient te voltrekken.<sup>82</sup> Een behoorlijk handelend beleidsbepaler dient aan te kunnen tonen dat het besluit om een bepaalde belegging te verrichten of om een belegging te gelde te maken tot stand is gekomen via een herkenbaar besluitvormingsproces dat "onder controle is", dat wordt beheerst. Dit impliceert de noodzaak tot eerbiediging van de PSW, statuten en reglementen.

Uit deze "constitutieve" documenten blijkt dat verscheidene organen zijn betrokken bij de ontwikkeling van beleggingsplannen en (majeure) beleggingstransacties: de directie in de beleidsvoorbereidende sfeer, de beleggingscommissie en de deelnemersraad die daaromtrent behoren te adviseren en het bestuur dat het beleid vaststelt.<sup>83</sup> Uit besluiten en notulen van het pensioenfonds dient te blijken dat deze organen daadwerkelijk bij het besluitvormingsproces zijn betrokken en dat alle ex ante relevante feiten en omstandigheden zijn afgewogen.

Uniken Venema spreekt in dit verband over het deelnemingsvereiste.<sup>84</sup> Hij leidt uit de jurisprudentie van de Ondernemingskamer af:

"dat aan de beleidsvorming moet worden deelgenomen door alle organen en personen die krachtens de toepasselijke wettelijke en statutaire voorschriften en de daaruit voortvloeiende taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden, daaraan behoren deel te nemen. Dit "deelnemingsvereiste" heeft niet uitsluitend betrekking op organen en leden van organen. Het geldt mede met betrekking tot personen die geen lid zijn van het bestuursorgaan (of van een ander orgaan dat krachtens wet of statuten bij de beleidsbepaling dient te worden betrokken), maar wier inbreng bij de beleidsvorming vanwege hun ervaring of deskundigheid niettemin zeer bevorderlijk kan zijn voor een goede beleidsvorming."

---

82 Vgl. Maatman (1997), p. 79 en de aldaar aangehaalde - Amerikaanse - literatuur. In gelijke zin Bruijn (1997), p. 88: "Op solide wijze beleggen betekent in de optiek van de VK primair een degelijk, helder en consistente onderbouwing van het gehele beleggingsbeleid. Vervolgens behoort daarbij een correcte uitvoering van het beleid en een professionele en strakke organisatie en controle. Dit zijn geen min of meer vrijblijvende wenselijkheden, maar deze komen voort uit de wettelijke bepaling: "op solide wijze beleggen".

83 Ik teken hierbij aan dat de bevoegdheid van de deelnemersraad om te adviseren over het beleggingsbeleid niet noodzakelijk tot de bevoegdheden van de deelnemersraad behoort, vgl. artikel 6b PSW.

84 Uniken Venema (1995), p. 69-70. Vgl. ook Koelemeijer (2000), p. 70-71.

### *Informatieverschaffing*

Gebreken in de informatieverschaffing kunnen onder omstandigheden wanbeleid indiceren, vgl. Hof Amsterdam (OK) 3 december 1987, De NV 1988, p. 78 en HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem).

Het verhullen in de jaarrekening en in de emissieprospectus van aanzienlijke verliezen op de bedrijfsactiviteiten door het opvoeren van incidentele baten, is een ernstige vorm van misleiding die wanbeleid kan opleveren, vgl. Hof Amsterdam (OK) 7 december 1989, NJ 1990, 242 (Bredero). Naast het ten onrechte onthouden van informatie zijn er vaak andere omstandigheden die reden geven om aan een juist beleid te twijfelen. Relevant zijn: verstrengeling van belangen of het voeren van een beleid in strijd met gewekte verwachtingen, vgl. Hof Amsterdam (OK) 5 oktober 1978 geciteerd in Hof Amsterdam (OK), NJ 1980, 71 (Batco); het weigeren inzicht te geven in de gang van zaken en het niet verstrekken van een (concept-)jaarrekening aan aandeelhouders, vgl. Hof Amsterdam (OK) 14 april 1983, rolno. 1/83, Hof Amsterdam (OK) 23 juni 1983, rolno. 12/83 en Hof Amsterdam (OK) 21 juli 1988, rolno. 23/88; Hof Amsterdam (OK) 22 maart 1990, De NV 1990, p. 181.

Het niet verstrekken van informatie en het stelselmatig geven van ontwijkende antwoorden omtrent reorganisatieplannen vormt gegronde reden aan een juist beleid te twijfelen in Hof Amsterdam (OK) 29 augustus 1985, NJ 1986, 578 (Howson Algraphy).

### *Toepassing*

Binnen pensioenfondsen bestaat het risico van een informatiekloof tussen het orgaan dat met de dagelijkse leiding is belast enerzijds en het bestuur en een eventueel (beleggings)adviesorgaan anderzijds. Onvolledige of anderszins gebrekkige informatieverschaffing door het beleidsvoorbereidende orgaan kan gemakkelijk leiden tot gemanipuleerde vaststelling van het beleid door het bestuur.

Het beleid dat op juiste wijze tot stand is gekomen behoort dienovereenkomstig te worden uitgevoerd. Een gebrekkige uitvoering komt overeen met niet beantwoorden aan terecht bij het bestuur levende verwachtingen.

Deze verhoudingen zijn vergelijkbaar met de beursgenoteerde vennootschap waar eenzelfde discrepantie bestaat tussen bestuur en raad van commissarissen (althans bij een "two tier board") en tussen bestuur en algemene vergadering van aandeelhouders.



## Hoofdstuk 5

De directie heeft mogelijkheden om de gevolgen van haar handelen voor het bestuur en voor andere organen te verhullen in de verantwoordingsfase. Dit mag uiteraard niet zo zijn.

Gebreken in de informatievoorziening door beleidsbepalers aan de belanghebbenden bij het pensioenfonds is goed voorstelbaar. Er kan een onjuist beeld worden geschetst van de toekomstverwachtingen van het pensioenfonds, de financieringsverhoudingen, de opbouw van de aanspraken en de eventuele indexatie. Deelnemers kunnen onjuist worden voorgelicht over hun rechten, bijvoorbeeld ten aanzien van het bestaan van "pensioengaten" en de eventuele behoefte aan bijverzekering.

### *Belangenafweging*

Het is een eis van formele zorgvuldigheid dat belangen juist worden afgewogen. Een kennelijk onjuiste afweging van belangen kan leiden tot de conclusie dat van wanbeleid sprake is. Dit speelt in het bijzonder indien privébelangen van de beleidsbepaler een doorslaggevende rol hebben gespeeld, zoals prive-onttrekking van gelden aan de vennootschap door de bestuurder waardoor de continuïteit van de vennootschap werd bedreigd, vgl. Hof Amsterdam (OK) 17 maart 1983, NJ 1984, 462. Privé-onttrekkingen werden als zakelijk geboekt in Hof Amsterdam (OK) 1 december 1994, De NV 1995, p. 61.

Het doen ontstaan en in stand houden van een eenzijdige personele en financiële verstrengeling van belangen zonder onafhankelijk extern toezicht levert wanbeleid op, aldus Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 1987, TVVS 1988, p. 124. Zie voor belangenverstrengeling en de in verband daarmee aan de besluitvorming te stellen eisen: Hof Amsterdam (OK) 3 december 1987, De NV 1988, p. 78.

Bij een onjuiste afweging van belangen is dikwijls ook ook de materiële zorgvuldigheid in het geding. Bepaalde belangenconflicten dienen te worden *vermeden* dan wel te worden *onderscheiden* door onafhankelijk toezicht. In Hof Amsterdam (OK) 26 september 1991, NJ 1992, 310 (HABO-VHS) gebeurde noch het een, noch het ander.

VHS is een ter beurze genoteerde onroerend goed beleggingsmaatschappij. IH B.V. ("IH") houdt een aanzienlijk pakket (certificaten van) aandelen in VHS. De directie over VHS wordt gevoerd door VHS Beheer B.V. Deze vennootschap is een 100% dochter van IH. HABO verkrijgt door bemiddeling van IH certificaten VHS. VHS en IH sluiten, met goedkeuring van de raad van commissarissen van VHS, verscheidene transacties in

onroerend goed. IH behaalt op een vijftal transacties een winst van tenminste f 15 mln. De beurskoers van VHS daalt ver onder de intrinsieke waarde. De raad van commissarissen van VHS vermoedt dat dit mede te wijten is aan de bestaande vervlechting tussen VHS en IH "en de daarmee samenhangende geruchtenstroom". Besloten wordt de banden tussen VHS en IH te verbreken. HABO richt zich met een enquêteverzoek tot de Ondernemingskamer. HABO meent dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid van VHS te twijfelen, onder meer vanwege de belangenverstrengeling tussen VHS en IH.

De Ondernemingskamer oordeelt met betrekking tot de gestelde verstrengeling van belangen dat er grond is aan een juist beleid van VHS te twijfelen.

"IH heeft via VHS Beheer B.V. als bestuurder van VHS haar eigen belangen als verkoper van onroerend goed projecten onvoldoende gescheiden gehouden van de belangen van de vennootschap die zij als bestuurder van VHS behoorde te dienen. Voorts bestaat er gegronde twijfel of het toezicht van de raad van commissarissen in dit verband naar behoren heeft gefunctioneerd. Aan het voorgaande doet niet af dat het, zoals VHS heeft doen stellen, niet ongebruikelijk is dat dezelfde personen bestuurder resp. commissaris zijn van verschillende vennootschappen met juridische en economische binding en dat binnen vrijwel alle grote en kleine concerns transacties plaatsvinden tussen verbonden vennootschappen. Bij VHS hield IH een minderheid van de (certificaten van) aandelen. De omstandigheid dat de (certificaten van) aandelen van VHS aan de beurs verhandeld worden, had VHS aanleiding behoren te geven zo niet af te zien van onroerend goed transacties met de moedervernootschap van haar bestuurder dan toch er voor zorg te dragen dat zij ook publiekelijk zou kunnen verantwoorden dat bij dergelijke transacties met IH de uiterste zorgvuldigheid in acht is genomen teneinde te waarborgen dat de belangen van IH en VHS voldoende gescheiden waren gehouden. Daaraan heeft het klaarblijkelijk ontbroken. HABO heeft onvoldoende weersproken gesteld, dat behoorlijk gedocumenteerde projectvoorstellen en andere documentatie, zoals de goedkeuring van de raad van commissarissen, niet op het kantoor van de vennootschap aanwezig zijn. VHS heeft in dit verband nog wel gewezen op de controle van de externe accountant, maar uit niets blijkt dat de opdracht aan deze accountant mede gericht was op de hier bedoelde mogelijkheid van publieke verantwoording van deze transacties. De omstandigheid dat de banden met IH tenslotte zijn doorgesneden neemt op zichzelf niet weg dat aan de juistheid van het voordien gevoerde beleid getwijfeld moet worden, nu bij het doorsnijden van die banden kennelijk geen regeling is getroffen voor eventuele schade als gevolg van die belangenverstrengeling. VHS heeft integendeel finale kwijting aan IH verleend."

## Hoofdstuk 5

### Toepassing

Ook bij pensioenfondsen kunnen beleggingstransacties voorkomen tussen het pensioenfonds en beleidsbepalers in privé, dan wel met rechtspersonen die door beleidsbepalers worden beheerst. Bij financiële dienstverlening bestaan tal van mogelijkheden tot misbruik van q.q. verkregen informatie voor eigen gewin. Een verstrengeling van privé-belangen van beleidsbepalers van pensioenfondsen met het belang van het pensioenfonds kan gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid te twijfelen.

Uniken Venema schrijft:

"De regel dat het ondernemingsbelang onbaatzuchtig gescheiden behoort te worden gehouden van eigen belang van bestuurders en van anderen die betrokken zijn bij de ontwikkeling en de uitvoering van het ondernemingsbeleid (...) houdt mede in dat de betrokken functionarissen hun bijdrage aan de vorming van het ondernemingsbeleid leveren zonder dat zij zich daarbij laten leiden door eigen belangen. (...) Het beginsel van het onbaatzuchtig gescheiden houden van het ondernemingsbelang en de eigen belangen van bestuurders en andere ondernemingsfunctionarissen, is mede van invloed op de materie van de zogenoemde corporate opportunities. (...) Van een corporate opportunity (...) is sprake, indien een bestuurder of een andere ondernemingsfunctionaris in het kader van de uitoefening van zijn functie stuit op een mogelijkheid (een opportunity) om een voordelige transactie met een derde af te sluiten. Indien een bestuurder of een andere functionaris in een dergelijke situatie deze voordelige transactie nu voor eigen rekening afsluit, in plaats van deze aan te gaan voor rekening van de onderneming, kan er sprake zijn van misbruik van een corporate opportunity."<sup>85</sup>

Subtiele vormen van belangenverstrengeling zijn aan de orde bij maatschappelijk verantwoord beleggen en de uitoefening van zeggenschapsrechten. Ik verwijs naar de in § 4.5.3 en § 5.6.2 gemaakte opmerkingen.

### 5.9.2 Materiële zorgvuldigheid

#### *De doelstelling van beleid*

Wanbeleid wordt verstaan als handelen "in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap", Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, NJ 1980, 71 (Batco).

De beoordeling van het beleid dient plaats te vinden in het licht van de doeleinden van de rechtspersoon. De organen van de rechtspersoon behoren het belang van de rechtspersoon te behartigen. Zij moeten datgene doen

---

85 Uniken Venema (1995), p. 26-29.

waardoor de doelstellingen van de rechtspersoon worden gerealiseerd. Bij een kapitaalvennootschap wordt naar Nederlands recht aangenomen dat de ondernemingsleiding "het vennootschappelijk belang" dient te behartigen. Onder dit laatste wordt verstaan de synthese van een veelheid van belangen, waaronder niet alleen het aandeelhoudersbelang doch ook de belangen van werknemers, crediteuren en leveranciers.

Bij een pensioenfonds lijkt mij dit niet aan de orde. Uit de PSW en uit de positie van het pensioenfonds als fiduciaris volgt mijns inziens dat zijn activiteiten primair moeten bijdragen aan het financiële belang van de begunstigden. De continuïteit van de rechtspersoon c.q. de werkorganisatie dient ondergeschikt te worden gemaakt aan die doelstelling.

#### *Wanbeleid*

Volgens HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem) kan niet iedere incidentele beleidsfout als wanbeleid in de zin van artikel 2:355 BW worden aangemerkt. Er hoeft echter geen sprake te zijn van een "bestendige gedragslijn". Ook een enkele gedraging kan kwalificeren als wanbeleid, bijvoorbeeld als deze voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft gehad. Eenmalig onzorgvuldig of laakbaar handelen kan zo ernstig zijn dat in strijd is gehandeld met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Voor wanbeleid is niet vereist dat aan bestuurders en/of commissarissen persoonlijk wanbeleid kan worden verweten of dat schade het gevolg is.

Het is de vraag of de Ondernemingskamer zich moet beperken tot een marginale toetsing van het beleid. Boukema geeft een overzicht van de standpunten in de literatuur. Een aantal auteurs verdedigt dat de Ondernemingskamer zich moet beperken tot de vraag of de ondernemer in de gegeven omstandigheden in redelijkheid tot zijn beleid had kunnen komen; of de ondernemer de grens (marge) van zijn beleidsvrijheid niet heeft overschreden. Anderen vinden dat de term "marginale toetsing" geen juiste weergave is van de rol van de Ondernemingskamer. Besluitvormingsprocedures worden door de Ondernemingskamer volledig getoetst.<sup>86</sup>

Boukema wijst voorts op de parallellie met de rol van de administratieve rechter die het bestuur van de overheid dient te beoordelen. De beginselen van 'behoorlijk bestuur' vertonen overeenkomsten met de door de

---

86 Boukema (Rechtspersonen), aant. 2 bij artikel 2:355 BW.

## Hoofdstuk 5

Ondernemingskamer geformuleerde 'elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap'. Voorbeelden: beleidsvrijheid impliceert tevens de plicht tot het voeren van beleid; een impasse in de besluitvorming is derhalve in strijd met behoorlijk bestuur. Het ontbreken van consistentie in het beleid levert willekeur op; schending van opgewekt vertrouwen en strijd met gedane toezeggingen betekent een inbreuk op het vertrouwensbeginsel. Het beleid moet zijn gebaseerd op onderzoek naar de relevante feiten; belanghebbenden dienen de informatie te krijgen waar ze recht op hebben. Het beleid dient aan bepaalde eisen van motivering en vormgeving te voldoen.<sup>87</sup>

Wanbeleid was aan de orde in HR 31 mei 2000, NJ 2000, 555 (Vie d'Or).

De uitspraak van de HR geniet de meeste bekendheid omdat het handelen door de Verzekeringskamer (ingevolge de noodregeling) door de Ondernemingskamer als wanbeleid werd aangemerkt. Dit onderdeel van de uitspraak van de Ondernemingskamer is door de HR gecasseerd. Het oordeel van de Ondernemingskamer met betrekking tot het door Vie d'Or gevoerde beleid bleef echter onaangetast.

Het Vie d'Or-arrest is voor verzekeringsmaatschappijen én pensioenfondsen bijzonder leerzaam; het door Vie d'Or gevoerde wanbeleid leert hoe "het" niet moet. Hieronder volgt een bloemlezing uit het arrest.

Vie d'Or nam te grote beleggingsrisico's, er was sprake van een verregaande mismatch tussen door de polishouders gekozen en werkelijk uitgevoerde beleggingen en tussen te ontvangen en te betalen rente:

"Mede als gevolg van de hoge kosten en de rentemismatch waren de resultaten op kosten (vanaf 1989) en rente (vanaf 1990) structureel negatief. (...) Dat is - zonder "hard" perspectief op wijziging van de omstandigheden en in aanmerking genomen de omvang van het eigen vermogen - onaanvaardbaar. In feite hebben bestuur en raad van commissarissen zich onvoldoende verdiept in strategische aspecten van de onderneming en in de haalbaarheid van de gevolgde koers op lange termijn, mede in relatie tot de belangen van de houders van reeds afgesloten polissen."

In de matching van verzekeringsverplichtingen speelde de financieringsverhouding met Merrill Lynch een cruciale rol, doch de onder-

---

87 Boukema (Rechtspersonen), aant. 2 bij artikel 2:355 BW, onder verwijzing naar W. Duk, *De zachte kern van het bestuursrecht*, R.M. Themis 1978, p. 574 en P. Nicolaï, *Beginselen van behoorlijk bestuur*, diss. UvA, Deventer 1990.

nemingsleiding heeft dat niet onderkend. Volgens de Ondernemingskamer zijn de zeer grote belangen die waren gemoeid met de Merrill Lynch-contracten - zowel bij het aangaan ervan als bij de tussentijdse conversie als bij de afwikkeling ervan - onvoldoende in het oog gehouden.

Vie d'Or nam het niet zo nauw met procedurele en wettelijke voorschriften. Jaarrekeningen werden niet gecontroleerd en gedeponereerd. Het in de statuten verankerde tweehandtekeningensysteem werd niet geëerbiedigd. Directiebesluiten werden onvoldoende vastgelegd. De administratieve organisatie en interne controle voldeden niet waardoor de rechten en verplichtingen onvolledig of te laat werden vastgelegd en het inzicht in de vermogenspositie en de resultaten werd vertroebeld. De polisadministratie was gebrekkig:

"Het gecompliceerde en ondoorzichtige karakter van sommige van de gebezigde methoden tezamen met de gebrekkige administratie leidde ertoe dat een relatief rooskleurig beeld van de vermogenstoestand en de perspectieven van Vie d'Or gepresenteerd werd en kon worden en dat de werkelijkheid voor polishouders en derden lange tijd - in ieder geval tot in november 1993 - verborgen bleef (...) als gevolg waarvan de betrokkenen ernstig zijn benadeeld.

Een en ander betekent dat de wijze van ondernemen door Vie d'Or - voor het deelnemende publiek - het karakter had gekregen en behield van een avontuur, in die zin dat onaanvaardbare risico's werden genomen, zonder dat dat karakter voor dat publiek zichtbaar was. Zeker voor een verzekeringsbedrijf is dat in ernstige mate in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap."

Het bestuur had de wijze waarop Vie d'Or de markt zou veroveren - tevoren - grondiger moeten overwegen. Het had in 1990 en volgende jaren maatregelen moeten nemen ter sanering van de kosten- en opbrengstsituatie en - indien zo een sanering niet op korte termijn mogelijk zou blijken - met alle mogelijke middelen moeten streven naar aansluiting bij een sterke partner. Het bestuur heeft zijn taak op dit punt verwaarloosd, niet in de laatste plaats door de raad van commissarissen en de Verzekeringskamer omtrent van belang zijnde ontwikkelingen niet te informeren:

"De aandacht richtte zich vooral op financierings- en solvabiliteitsproblemen die met kunst en vliegwerk ad hoc werden opgelost. De onderliggende structurele verliesituatie werd echter niet aangepakt, zodat elke financierings- en solvabiliteitsoplossing alleen maar tijdelijk - enig - soelaas kon bieden."

Er waren belangenconflicten tussen Vie d'Or, directeur Maes en door Maes gecontroleerde vennootschappen. Vie d'Or had belangrijke activiteiten aan

## Hoofdstuk 5

deze vennootschappen uitbested. Dit heeft geleid tot onduidelijke financiële verhoudingen waaromtrent geschillen zijn ontstaan. De raad van commissarissen heeft onvoldoende toegezien op de scheiding van deze belangen en had moeten ingrijpen of moeten opstappen:

"dat verworpen wordt het verweer dat van het schorsen van "de Directie" en/of het collectief aftreden door de raad van commissarissen werd afgezien, omdat dit "het verkeerde signaal in de richting van de markt" zou zijn, (...). Niet alleen miskent dit verweer de mogelijkheid van subtielere maatregelen: van het binden van het bestuur aan duidelijke afspraken en het controleren op de naleving daarvan tot het stellen van strikte eisen onder de dreiging van schorsing van een of meer bestuurders en/of van het aftreden door een of meer leden van de raad van commissarissen.

Maar bovendien is niet aanstonds duidelijk waarom "harde" maar tijdige en adequate maatregelen hier steeds een "verkeerd signaal" zouden hebben opgeleverd. De kennelijke veronderstelling dat het onder alle, althans onder de zich hier voordoende omstandigheden aanbeveling verdiende de problemen binnenskamers te houden, miskent dat bestaande en potentiële problemen in ieder geval in zoverre belang hadden bij éniig "signaal", dat zij met de aldus verkregen informatie rekening konden houden bij de keuze of zij - door het storten van (vervolg)premies - al of niet (verder) met Vie d'Or in zee wilden gaan."

Uit het arrest kunnen lessen worden getrokken die wij kunnen transponeren naar de pensioenfondsomgeving. Die zijn opgenomen in de nu volgende samenvatting.

### 5.10 Samenvatting

Het Nederlandse pensioenfonds is in de regel een stichting als bedoeld in titel 6 van Boek 2 BW. Dat is verklaarbaar (en mijns inziens ook wenselijk), gelet op de verwantschap met de Romeinsrechtelijke *fiducia cum amico* en de Anglo-Amerikaanse recht. Het Nederlandse recht biedt voldoende mogelijkheden om de stichting organisatorisch zodanig in te richten dat zij voldoet aan eisen ten aanzien van *checks & balances* en professionaliteit.

Aan het rechtspersonenrecht kunnen rechten en verplichtingen worden ontleend die van toepassing zijn tussen het pensioenfonds en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken. Deze normen verduidelijken wat belanghebbenden van het pensioenfonds mogen verwachten.

Eisen van redelijkheid en billijkheid - goede trouw - beheersen over en weer de verhoudingen tussen het pensioenfonds, zijn organen, de bij het pensioenfonds aangesloten werkgever(s) en de begunstigden. Een tussen

hen geldende regel is niet van toepassing voor zover dat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Besluiten van een orgaan van het pensioenfonds dienen te voldoen aan de wettelijke en statutaire eisen, de reglementen van het pensioenfonds en eisen van redelijkheid en billijkheid. In abstracto behoren de bij het pensioenfonds aangesloten werkgever(s) en de begunstigden tot diegenen die een redelijk belang hebben bij de naleving van die eisen. Zij kunnen bij de rechtbank vernietiging vorderen van besluiten die naar hun inzien niet aan die eisen voldoen.

Elke bestuurder is tegenover het pensioenfonds gehouden tot een behoorlijke taakvervulling. Die verplichting geldt mijns inziens ook voor een lid van de statutaire directie. De leden van het bestuur en de directie worden door de PSW aangeduid als beleidsbepalers. Beleidsbepalers dienen hun taak te vervullen met het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een beleidsbepaler die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult.

De bestuurder van een pensioenfonds is onderworpen aan het toezicht ingevolge de artikelen 2:297-298 BW. Hij kan op verzoek van het OM of een belanghebbende door de rechtbank worden ontslagen als hij iets doet of nalaat in strijd met de bepalingen van de wet of van de statuten, dan wel zich schuldig maakt aan wanbeheer. Wanbeheer wordt door de Hoge Raad verstaan als "tekortkomingen ten aanzien van het beheer over het vermogen van de stichting of van de zorg voor de verkrijging van de inkomsten waarover de stichting kan beschikken". Aangezien dit een kerntaak is van elke pensioenfondsbestuurder valt zijn gedrag doorgaans onder het toetsingsbereik van de rechter, zowel wat de rechtmatigheid als de doelmatigheid betreft.

Op grond van het enquêterecht kan een onderzoek worden verricht naar mogelijke misstanden bij een rechtspersoon. Indien na onderzoek blijkt dat aan de rechtspersoon wanbeleid wordt verweten kan de Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam voorzieningen treffen. Ik ga ervan uit dat het enquêterecht niet van toepassing is op pensioenfondsen. De toepassing zou leiden tot willekeur, namelijk alleen consequenties hebben voor pensioenfondsen met een eigen arbeidsorganisatie. Bovendien voorziet artikel 23m PSW in een eigen rechtsgang bij de Ondernemingskamer ingeval van vermoed wanbeleid. Dit laat onverlet dat de in het kader van het enquêterecht gewezen jurisprudentie relevant is voor pensioenfondsen. Zij concretiseert de verplichting tot behoorlijke taakver



vulling door beleidsbepalers van pensioenfondsen; zij geeft nader inhoud aan het begrip financieel wanbeheer in het stichtingrecht en daarmee impliciet ook aan eisen van juist financieel beheer; zij draagt bij aan de interpretatie van wanbeleid in de zin van artikel 23m PSW, dat aanleiding kan zijn voor de Ondernemingskamer om op verzoek van de PVK een bewindvoerder aan te stellen bij een pensioenfonds.

Uit de jurisprudentie kunnen eisen van formele en materiële zorgvuldigheid worden gedestilleerd. Die kunnen worden toegepast op het beleggingsbeleid van een pensioenfonds.

Eisen van formele zorgvuldigheid hebben betrekking op de totstandkoming van het beleid. Uit besluiten en notulen dient te blijken dat alle relevante organen daadwerkelijk bij het besluitvormingsproces zijn betrokken en dat alle ex ante relevante feiten en omstandigheden zijn afgewogen. Dit stelt eisen aan de informatieverschaffing over en weer. Belangen dienen op juiste wijze te worden afgewogen. Het beleid dat op juiste wijze tot stand is gekomen behoort dienovereenkomstig te worden uitgevoerd. Een kennelijk onjuiste afweging van belangen kan leiden tot de conclusie dat van wanbeleid sprake is. Een verstrengeling van privé-belangen van beleidsbepalers van pensioenfondsen met het belang van het pensioenfonds kan gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid te twijfelen.

Eisen van materiële zorgvuldigheid vloeien voort uit de doelstelling van het pensioenfonds. De activiteiten van het pensioenfonds dienen primair bij te dragen aan het financiële belang van de begunstigden. Dit vergt waakzaamheid ten aanzien van belangenconflicten. Niet iedere incidentele fout van een beleidsbepaler zal als wanbeleid worden aangemerkt, doch een enkele gedraging kan kwalificeren als wanbeleid, bijvoorbeeld als deze voor het pensioenfonds zeer nadelige gevolgen heeft gehad. Eenmalig onzorgvuldig of laakbaar handelen kan zo ernstig zijn dat in strijd is gehandeld met elementaire beginselen van verantwoord "leiderschap". Voor wanbeleid is niet vereist dat aan een beleidsbepaler *persoonlijk* wanbeleid kan worden verweten of dat schade het gevolg is.

Uit het Vie d'Or-arrest volgen belangrijke eisen die toegepast kunnen worden op het door een pensioenfonds te voeren beleid:

1. Voor een pensioenfonds en zijn beleidsbepalers dient het belang van de begunstigden te prevaleren.
2. Het pensioenfonds dient een heldere en realistische strategie te voeren die door alle organen van de rechtspersoon wordt gedragen.

3. Het beleggingsbeleid moet zijn afgestemd op de verplichtingen (matching van assets & liabilities).
4. Het pensioenfonds dient proportionaliteit te betrachten tussen kosten en baten.
5. Het wettelijk verantwoordingskader dient te worden gerespecteerd: juiste en tijdige accountantscontrôle, opstellen jaarrekening, publicatie jaarrekening.
6. Het pensioenfonds en zijn beleidsbepalers dienen inzicht te verschaffen in de financiële risico's van het pensioenfonds. Er dient transparantie te worden betracht; openheid in verslaggeving, óók richting toezichthouder.
7. Het pensioenfonds dient te handelen overeenkomstig zijn bevoegdenregeling ten aanzien van besluitvorming en vertegenwoordiging.
8. De beleidsbepalers dienen zorg te dragen voor de vastlegging van besluiten, van transacties, rechten en verplichtingen, financiële verhoudingen.
9. Beleidsbepalers dienen zakelijke belangen gescheiden te houden van privé-belangen; er mag geen sprake zijn van belangenverstrengeling.
10. Het pensioenfonds dient te beschikken over een betrouwbare administratieve organisatie en interne controle ("ao/ic").
11. Het pensioenfonds dient risicobeheersingsmaatregelen te hebben getroffen, in het bijzonder ook ten aanzien van kritieke posten.
12. Beleidsbepalers dienen dreigende financiële problemen tijdig te onderkennen. Het pensioenfonds dient zonodig zijn zelfstandigheid op te geven in het belang van de financiële soliditeit van de pensioenverzekering.
13. Beleidsbepalers dienen bereid te zijn tot het trekken van ultieme consequenties indien het belang van de begunstigden daarmee wordt gediend. De beleidsbepaler zal zonodig moeten terugtreden, ontslag nemen, klokkenluidergedrag moeten tonen.

## HOOFDSTUK 6

### EFFECTENRECHT EN GOVERNANCE

#### 6.1 Inleiding

Pensioenfondsen in Nederland beheren een omvangrijk vermogen. De totale waarde van dat vermogen per 31 december 2002 bedroeg \_ 434 miljard.<sup>1</sup> Dit betekent dat Nederlandse pensioenfondsen belangrijke spelers zijn op de geld- en kapitaalmarkten. Pensioenfondsen worden in het effectenrecht aangemerkt als "financiële marktpartijen".<sup>2</sup> In die hoedanigheid zijn zij onderworpen aan het effectenrecht.

Een pensioenfonds is een vermogensbeheerder. Aan de effectenrechtelijke omschrijving daarvan ligt de veronderstelling ten grondslag dat een vermogensbeheerder voor rekening van een ander middelen belegt en beheert die aan die ander toebehoren. Dat laatste is bij een pensioenfonds uitsluitend in economische zin het geval.<sup>3</sup> Als fiduciair eigenaar beheert hij vermogen dat aan hemzelf toebehoort maar de beleggingsresultaten zijn uiteindelijk voor rekening van de begunstigden en, afhankelijk van de financieringsverhoudingen, de werkgever(s).<sup>4</sup> In de verhouding tussen het pensioenfonds als vermogensbeheerder en zijn opdrachtgevers gelden

---

1 Financiële gegevens pensioenfondsen 2002, [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl).

2 Vgl. artikel 1 onder A. van de Regeling houdende wijziging van de NRgt 2002, Stcrt. 2003, 231, alsmede de daarbij horende toelichting. Zie ook artikel 7 lid 2 onder k. en artikel 18a van de Wet van 30 januari 2003 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in verband met de uitbreiding van het effectentypisch gedragstoezicht naar alle financiële marktpartijen die actief zijn op de effectenmarkten.

3 Artikel 1 onder c. Wte 1995. Strikt genomen geldt dit alleen voor een zelfadministrerend pensioenfonds. Een managementorganisatie van een separaat werkend pensioenfonds voldoet ook in goederenrechtelijk opzicht aan de definitie van vermogensbeheerder. Uit het in 2003 ingevoerde artikel 7 lid 2 onder k. en l. kan a contrario worden afgeleid dat de Wte 1995 het zelfadministrerend pensioenfonds én de managementorganisatie van een separaat werkend pensioenfonds beiden aanmerkt als vermogensbeheer en/of effectenbemiddelaar. Voor de definitie van zelfadministrerend en separaat werkend pensioenfonds verwijs ik naar § 2.10.2.

4 Zie voor de omschrijving van deze begrippen § 2.4. Nader over de financieringsverhoudingen in § 2.8.1 en § 3.7.

specifieke normen die herleid kunnen worden tot het burgerlijk recht: de fiducia en de overeenkomst van opdracht. Deze zijn voor een deel vertaald in effectenrechtelijke regelgeving.

In dit hoofdstuk wil ik onderzoeken in hoeverre het effectenrecht relevant is voor pensioenfondsen.

Tot voor kort had een pensioenfonds weinig van doen met het effectenrecht.<sup>5</sup> Het pensioenfonds onderscheidt zich echter niet van andere financiële instellingen zoals vermogensbeheerders, banken of effectenbemiddelaars. Het effectenrecht dat van aanvang aan op deze "andere" financiële marktpartijen van toepassing was heeft daarom uitstraling *naar*, en geeft een bepaalde kleur *aan*, de normen die gelden voor het pensioenfonds als vermogensbeheerder. Voorts is het nuttig bij het effectenrecht te rade te gaan om te bezien of daaraan beginselen kunnen worden ontleend die de beste praktijken op het gebied van vermogensbeheer tot uitdrukking brengen. Een pensioenfonds kan zich daaraan spiegelen.<sup>6</sup>

De volgorde van behandeling in dit hoofdstuk is als volgt. Allereerst bespreek ik de doelstellingen van het effectenrecht en enkele effectenrechtelijke begrippen zoals gedragstoezicht, prudentieel toezicht en systeemtoezicht. Daarna besteed ik aandacht aan het prudentieel en gedragstoezicht dat rechtstreeks van toepassing is op pensioenfondsen, uit hoofde van de PSW. Vervolgens zal blijken dat een pensioenfonds lering kan trekken uit de wijze waarop een vermogensbeheerder zich de zorg voor de persoonlijke belangen van de opdrachtgever moet aantrekken krachtens de Wte 1995. De prudentiële toezichtsbepalingen die voortvloeien uit de Wte 1995 zijn voor een pensioenfonds minder relevant, aangezien het beleggingsprofiel van een pensioenfonds, in verband met zijn unieke verplichtingenstructuur, fundamenteel afwijkt van iedere andere belegger.

Vervolgens wijd ik een paragraaf aan corporate governance, een onderwerp dat in onmiddellijk verband staat met de betrouwbaarheid van financiële markten en het effectenrecht. In de discussie over corporate governance spelen institutionele beleggers een vooraanstaande rol.

Uit het prudentieel en gedragstoezicht volgen eisen ten aanzien van de deskundigheid en betrouwbaarheid van beleidsbepalers van pensioenfond-

---

5 In artikel 16 van de Vrijstellingsregeling Wte 1995 werden pensioenfondsen uitgezonderd van toepassing van artikel 7 lid 1 Wte 1995.

6 Vgl. ook de vier kwaliteitskenmerken die tot uiting komen in het consultatiedocument "Bemiddeling in financiële diensten" van het Ministerie van Financiën: (i) transparantie (ii) deskundigheid (iii) integriteit en (iv) financiële en juridische zekerheid." Nader daarover Claassen en Citroen (2003). Zie ook Grundmann-Van de Krol (2003).

sen en de bedrijfsvoering. Die komen aan de orde in de discussie over "pension fund governance". Hoewel een uitvoerige behandeling van dat onderwerp het bestek van dit onderzoek te buiten gaat, wil ik aan het slot van dit hoofdstuk voorstellen doen voor een nieuwe regeling van de zeggenschapverhoudingen en de verantwoordelijkheden binnen een pensioenfonds.<sup>7</sup>

## **6.2 Effectenrecht: onderscheid en doelstellingen**

Het effectenrecht wordt geordend naar zijn hoofddoelstellingen, te weten:

- de bescherming van beleggers op de effectenmarkten;
- het bevorderen van een adequaat functioneren van de effectenmarkten; en, in toenemende mate
- het waarborgen van integriteit.<sup>8</sup>

Ook op pensioenfondsen, als belangrijke spelers op de geld- en kapitaalmarkten, is wet- en regelgeving van toepassing om deze doelstellingen te realiseren. Sommige bepalingen hebben een generiek toepassingsbereik. Een voorbeeld daarvan is artikel 46 Wte 1995 waarin eenieder die beschikt over niet openbare koersgevoelige informatie wordt verboden om daarvan gebruik te maken. Dit verbod staat in dienst van alle drie genoemde hoofddoelstellingen. Bepaalde regelingen zijn cross-sectoraal van toepassing, op alle "financiële marktpartijen" (waaronder begrepen pensioenfondsen), bijvoorbeeld de effectentypische gedragsregels krachtens artikel 18a Wte 1995.<sup>9</sup> Ik noem ook de Beleidsregel inzake de betrouwbaarheids-toetsing van (kandidaat)(mede) beleidsbepalers en houders van gekwalificeerde deelnemingen in onder toezicht staande instellingen.<sup>10</sup> Andere be-

---

7 Pension fund governance biedt voldoende stof voor een op zichzelf staande studie. Om een beeld te krijgen van de complexiteit van dit vraagstuk verwijs ik naar Besley & Prat (working paper 2003), alsmede Clark (working paper 2003).

8 Vgl. Eisma en Schlingmann (2002), p. 550-551; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 16.

9 Dit is het geval sinds de invoering van de Wet van 30 januari 2003, Stb. 103. De hier bedoelde effectentypische gedragsregels hebben betrekking op onder meer: het voorkomen van belangenverstrengeling, het omgaan met koersgevoelige informatie, privé-effectentransacties, tegengaan van koersmanipulatie en voorzieningen in de administratieve organisatie en interne controle. De gedragsregels zien niet op de omgang met cliënten en de wijze waarop de instelling haar diensten aanbiedt en uitvoert. Vgl. Grundmann-Van de Krol (2004), p. 372-373.

10 Stcrt. 2000, 78, gewijzigd 16 juli 2002 (Stcrt. 2002, 136). Vgl. Grundmann-Van de Krol (2004), p. 294-297. De toepassing is het resultaat van de verwijzing in artikel 6 lid 2 van de Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.

palingen zijn "pensioenfonds-specifiek"; een voorbeeld is de Regeling gedragscode pensioen- en spaarfondsen 2004.<sup>11</sup> Ook deze regels staan in functie van de hoofddoelstellingen van het effectenrecht; deskundigheid en integriteit aan de top van financiële instellingen zijn daarvoor essentieel.

Naast genoemde hoofddoelstellingen kent het effectenrecht een aantal subdoelstellingen:

- de bescherming van beleggers tegen onzorgvuldig gedrag van financiële instellingen (het gedragtoezicht).<sup>12</sup>
- het veiligstellen van de robuustheid van financiële instellingen (het bedrijfseconomisch of prudentieel toezicht);
- het waarborgen van stabiliteit (systeemtoezicht).

Met het *gedragtoezicht* wil de wetgever bescherming bieden tegen ontoelaatbaar gedrag van financiële instellingen. Positief geformuleerd gaat het om het bevorderen van integer gedrag in de relaties tussen financiële instellingen en hun cliënten, tussen financiële instellingen onderling en om het ordentelijk functioneren van de financiële markten.<sup>13</sup>

*Prudentieel* toezicht wil bewerkstelligen dat de instelling die onder toezicht staat financieel solide is c.q. een gezonde balansverhouding heeft. Zij omvat bedrijfseconomisch toezicht (waaronder solvabiliteitseisen) en eisen aan de bedrijfsvoering (deskundigheid, administratieve organisatie en interne controle).<sup>14</sup>

De term "prudentieel toezicht" vind ik overigens een buitengewoon lastig begrip.<sup>15</sup> Bij prudentieel toezicht gaan mijn gedachten uit naar toezicht

---

11 Stcrt. 2003, 231. Men kan twisten over de vraag of deze regeling, die ziet op transacties in onroerende zaken en de toepassing van een code of conduct, effectenrecht bevat. Mij lijkt die stelling verdedigbaar, aangezien de inhoud van deze regeling materieel ziet op de maatregelen die worden geëist in de artikelen 19 en 22 NRgt 2002.

12 Eisma en Schlingmann (2002), p. 542-543. Zie ook Frielink (2002a), p. 83-95.

13 Vgl. Eisma en Schlingmann (2002), p. 543; Kamerstukken II, 28 122, nr. 5.

14 Vgl. Kamerstukken II, 28 122, nr. 5 en nr. 18; de OECD (2002a), p. 119 en p. 122 (noot 1); Eisma en Schlingmann (2002), p. 551.

15 De staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid lijkt eveneens tot die conclusie te zijn gekomen. In zijn brief van 29 januari 2003 (Kamerstukken II, 28 122, nr. 11) schrijft hij dat het toezicht op de financiële marktsector een prudentiële en gedragscomponent kent en het toezicht op uitvoerders van pensioenregelingen daarnaast een materiële component, "namelijk het toezicht op de inhoudelijke bepalingen van de wet". Hij maakt een onderscheid tussen materieel, prudentieel en gedragstoezicht en stelt vast: "dat splitsing van de uitvoering van het materiële en prudentiële toezicht niet wenselijk is en leidt tot een niet beoogde complexiteit". Deze passages (die mij inhoudelijk niet veel zeggen) illustreren dat het lastig is pensioenfondsen te plaatsen in een effectenrechtelijk keurslijf.

op zorgvuldig respectievelijk behoedzaam gedrag, maar die connotatie staat op gespannen voet met de effectenrechtelijke tegenstelling tussen gedragstoezicht en prudentieel toezicht.

Het begrip "prudentieel" botst voor mijn gevoel ook met de betekenis van de "prudent person"-regel, een internationaal toegepaste *gedragsregel* voor zorgvuldig vermogensbeheer. Nederlandse pensioenfondsen zullen ingevolge de Pensioenrichtlijn moeten beleggen in overeenstemming met de "prudent person"-regel.<sup>16</sup> Het begrip prudentieel toezicht lijkt echter algemeen aanvaard. In het navolgende zal ik mij daarbij neerleggen.

Het *systeemtoezicht* heeft tot doel de stabiliteit van het financiële bestel te waarborgen, om systeemrisico's tegen te gaan. Systeemrisico's kunnen leiden tot domino-effecten, waarbij het "omvallen" van een belangrijke speler in de markt dan wel uitzonderlijke marktomstandigheden een keten van tuimelingen kan veroorzaken. Dit kan leiden tot een fundamenteel verlies van economische waarde of vertrouwen in het financiële stelsel.<sup>17</sup> Om systeemrisico's tegen te gaan dienen belangrijke spelers op financiële markten in staat te zijn hun verplichtingen te kunnen nakomen. Dat is de belangrijkste doelstelling van het prudentieel toezicht, dat derhalve mede in dienst staat van het systeemtoezicht.

Naar hun aard dragen pensioenfondsen bij aan het mitigeren van systeemrisico's. Door zijn lange termijn belegginghorizon is een pensioenfonds beter dan een commissionair (broker), bank of verzekeraar in staat op te treden als wederpartij ingeval sprake is van (tijdelijke) marktinefficiënties, bijvoorbeeld in overspannen marktomstandigheden. Bij opvolgende gebeurtenissen zoals heftige koersfluctuaties, onverwachte illiquide marktomstandigheden (waardoor posities niet kunnen worden afgedekt) en ongerechtvaardigde prijsbewegingen zijn er beleggers die hun risico's willen afdekken. Daarvoor zijn wederpartijen nodig die bereid zijn een tegengestelde positie in te nemen. Pensioenfondsen zijn daartoe in staat (en

---

16 Vgl. artikel 18 van de Richtlijn 2003/41 EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, aanvaard op 3 juni 2003 (de "Pensioenrichtlijn"). Deze richtlijn moet zijn geïmplementeerd vóór 23 september 2005, vgl. artikel 22 lid 1 Pensioenrichtlijn. Ik kom daarop terug in hoofdstuk 7.

17 Kamerstukken II, 28 122, nr. 18.

kunnen daarvan profiteren) omdat zij de tijdelijk moeilijke omstandigheden kunnen "uitzingen".<sup>18</sup>

Om systeemrisico's te beperken kan het noodzakelijk zijn dat een pensioenfonds zich conformeert aan internationaal geldende handelsgebruiken. Daarmee kan de stabiliteit van de financiële markten worden gediend. Ik denk bijvoorbeeld aan de wenselijkheid om onder omstandigheden (en op basis van wederkerigheid) zekerheidsrechten te vestigen teneinde omvangrijke kredietrisico's te dekken, bijvoorbeeld in verband met derivatenposities.<sup>19</sup>

Tevens moet een pensioenfonds zijn eigen solvabiliteit bewaken. Daarmee kan het voorkomen dat het zélf een systeemrisico wordt. Het zal gebruik moeten maken van de beschikbare sturingmechanismen om de kapitaaldekking van zijn verplichtingen te handhaven. In eerste instantie zal het pensioenfonds kiezen voor premieverhoging, al dan niet gecombineerd met een beperkte indexatie van de pensioenrechten en aanpassingen van het beleggingsbeleid.<sup>20</sup> Als deze maatregelen niet tot het gewenste resultaat leiden is het pensioenfonds in staat de rechten en verplichtingen van de begunstigen te wijzigen, indien de financiële toestand van het pensioenfonds daartoe aanleiding geeft. Artikel 7 PSW schrijft voor dat een pensioenfonds in zijn statuten en reglementen bepalingen opneemt die hem die bevoegdheid geven. Een dergelijke wijziging zal echter twijfel zaaien omtrent de waarde van een pensioenaanspraak en de duurzaamheid van het pensioenstelsel in het algemeen. Die maatregel moet daarom worden beschouwd als een *ultimum remedium*.<sup>21</sup>

- 
- 18 Vgl. Fender (2003). Zie ook Maatman en Palmén (2002), p. 42-43. Of pensioenfondsen zich in de praktijk voldoende gedragen als lange termijn-beleggers is de vraag. Daarvoor moet aan randvoorwaarden worden voldaan: de bereidheid van de toezichthouder te accepteren dat een pensioenfonds tijdelijk verkeert in een situatie van onderdekking; een lange termijn beleggingshorizon die tot uitdrukking komt in de door het pensioenfonds gehanteerde "benchmarks" en een daarop toegesneden interne beloningsstructuur (bonussysteem). Vgl. ook Myners (2001) waarin pensioenfondsen "short termism" en korte termijn kuddegedrag ("herding") wordt verweten. Nader over het Myners-rapport Maatman (2001a).
- 19 In het verleden heeft de PVK vraagtekens geplaatst bij de bevoegdheid van een pensioenfonds zekerheidsrechten te vestigen op zijn activa, doch mijns inziens ten onrechte. Vgl. Leeger (2002).
- 20 Vgl. de PVK Beleidsregel d.d. 30-09-02 en daarop volgende toelichtingen, te downloaden via [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl). Zie ook § 6.4.
- 21 In gelijke zin Alsma en Boshuizen (2003), p. 50-51.



### 6.3 Toetsing deskundigheid en integriteit

De PSW veronderstelt de aanwezigheid van een zekere vertrouwensrelatie tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen subjectief vertrouwen en objectieve betrouwbaarheid.

De wetgever heeft het "vertrouwen" willen verankeren door te bepalen dat het bestuur van een pensioenfonds bestaat uit personen die een bijzondere band hebben met de opdrachtgevers. Daarom moeten in het bestuur van het pensioenfonds evenveel vertegenwoordigers van werknemers(organisaties) als van werkgever(s) zitting hebben.<sup>22</sup> De opdrachtgevers worden aldus in staat gesteld hun vertrouwenspersonen te benoemen in het bestuur van het pensioenfonds. Dit vertrouwen is - in ieder geval voor een deel - gebaseerd op een bestaande persoonlijke relatie met de kandidaat-bestuurder.

Dit subjectieve vertrouwen "sec" biedt echter onvoldoende waarborg voor de "betrouwbaarheid" van de kandidaat-bestuurders. Het in de bestuurders en de overige beleidsbepalers gestelde vertrouwen dient een objectieve rechtvaardiging te vinden in de vaststelling (i) dat de beleidsbepaler voldoet aan deskundigheidseisen en (ii) dat geen twijfel bestaat omtrent diens integriteit. De wetgever verlangt dat deskundigheid en integriteit voorafgaand aan de benoeming ("preventief") worden getoetst.

Ten aanzien van de *deskundigheid* van beleidsbepalers schrijft artikel 5 lid 2 PSW voor dat deze, naar het oordeel van de PVK, voldoende dient te zijn met het oog op de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden.

Wat betreft *integriteit* bepaalt artikel 5 lid 3 PSW dat de voornemens, de handelingen of de antecedenten van de personen die het beleid van een pensioenfonds bepalen of mede bepalen de PVK geen aanleiding mogen geven tot het oordeel dat, *met het oog op de belangen, bedoeld in het tweede lid*, de betrouwbaarheid van deze personen niet buiten twijfel staat (cursivering RHM).

Door deze verwijzing legt de wetgever een relatie tussen de integriteit van de beleidsbepaler en de belanghebbenden. We kunnen artikel 5 lid 3 PSW dan ook in die zin parafraseren dat de uitkomst van de preventieve integriteitstoetsing doorslaggevend is voor de vraag of de beleidsbepaler

---

22 Artikel 6 PSW. De verhoudingen binnen het bestuur van bedrijfstakpensioenfonds ligt een nuance anders dan in een ondernemingspensioenfonds, vgl. artikel 6 PSW.

een positie kan innemen als fiduciaris van de belanghebbenden. Als zijn integriteit in twijfel wordt getrokken staat dit een benoeming tot beleidsbepaler in de weg.

De wetgever wenst - anders dan in andere toezichtwetgeving - geen toetsing of de deskundigheid van *alle* bestuurders van pensioenfondsen onvoldoende is in verband met de *bedrijfsvoering* van het pensioenfonds.<sup>23</sup> Die toets wordt achterwege gelaten "gelet op het karakter van pensioenfondsen" en omdat de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden "voor het beoordelen van zowel de deskundigheid als de betrouwbaarheid (...) van de fondsbestuurders de uiteindelijke toetssteen vormen".<sup>24</sup>

Dit wekt verbazing in het licht van de omstandigheid dat de inhoudelijke deskundigheid van beleidsbepalers van pensioenfondsen de regering in 1999 zorgen baarde. De minister schreef:

"Ook ik acht het aannemelijk dat bij sommige pensioenfondsen, ik denk daarbij met name aan de kleine(re) fondsen, niet alle kennis over zowel pensioenaspecten als beleggingsbeleid, in voldoende mate voorhanden is".

De achtergrond van de afwijkende deskundigheidseisen in de PSW houdt verband met de grote verschillen in de personele bezetting van de 858 in Nederland gevestigde pensioenfondsen.<sup>25</sup> Daaronder zijn eenmansorganisaties maar ook instellingen met 1000 (PGGM) tot 2500 werknemers (ABP). De wettelijke eisen brengen mee dat niet *iedere* beleidsbepaler deskundig behoeft te zijn om leiding te geven aan de *bedrijfsvoering*. Het gaat erom dat het *geheel* van in het pensioenfonds beschikbare deskundigheid als toereikend kan worden beschouwd. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan die deskundigheid verspreid zijn over de leden van één orgaan (het bestuur) dan wel bestuur en directie. In het eerste geval moet vooral het bestuur op zijn deskundigheid worden aangesproken; in het tweede geval zullen de eisen van deskundigheid zich meer richten op de directie dan op het bestuur.

---

23 Artikel 9 Wtk 1992; artikel 5, eerste lid, Wtb; artikel 11, eerste lid, Wte 1995; artikel 29, eerste lid, Wtv 1993.

24 Kamerstukken II, 26 415, nr. 3.

25 PVK Pensioenmonitor (2003). In 1999 sprak de regering nog over 1100 pensioenfondsen, vgl. Kamerstukken II, 26 415, nr. 3.

Op grond van artikel 5 lid 8 PSW heeft de PVK beleidsregels opgesteld die van toepassing zijn in het kader van de preventieve toetsing van deskundigheid en integriteit.<sup>26</sup> In de kring van beleidsbepalers van het pensioenfonds zal naar het oordeel van de PVK ten minste een zodanig niveau van kennis en ervaring voorhanden moeten zijn dat het pensioenfonds "mede gelet op het bepaalde in artikel 5, vierde lid, en artikel 18 van de wet behoorlijk bestuurd wordt."<sup>27</sup>

De verwijzing naar artikel 5 lid 4 PSW (de zorg voor de belangen van de begunstigden) komt aan de orde in § 6.5. De verwijzing naar artikel 18 impliceert waarschijnlijk dat de deskundigheid van zodanig niveau is dat de beleidsbepaler *in staat mag worden geacht* te voldoen aan zijn verplichting tot naleving van de PSW, statuten en reglementen en uitvoering van de actuariële en bedrijfstechnische nota, bedoeld in artikel 9c PSW.

In overeenstemming met de parlementaire geschiedenis bevestigt de PVK dat niet iedere beleidsbepaler deskundig hoeft te zijn op alle aspecten van de bedrijfsvoering. De PVK spreekt over een "collectieve benadering". Het *geheel* van deskundigheid in de *kring* van beleidsbepalers dient toereikend te zijn, mits ieder aspect van de bedrijfsvoering maar "in portefeuille" is bij ten minste twee beleidsbepalers.<sup>28</sup>

Het is mijn indruk dat de eisen van de toezichthouder een tegemoetkoming zijn aan de realiteit. Van niet-professionele bestuurders kan in redelijkheid niet worden verwacht dat zij deskundig zijn op alle aspecten van de bedrijfsvoering. De acceptatie daarvan komt echter steeds meer onder spanning te staan, onder meer in het licht van de steeds hogere eisen aan de professionaliteit van pensioenfondsen en de parallellen die worden getrokken tussen corporate en pension fund governance. Ik kom daarop terug in § 6.8 en § 6.9. Het is niettemin een groot goed dat het pensioenfonds een vertrouwensband onderhoudt met zijn opdrachtgevers. In de huidige constellatie vormen de bestuurders de verbindende schakel. Als de

---

26 Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.

27 Artikel 5 lid 1 Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183. Artikel 18 PSW luidt: "Ieder der bestuurders van een pensioenfonds of van een spaarfonds is verplicht te zorgen, dat het bepaalde bij of krachtens deze wet alsmede de bepalingen van de statuten en reglementen van het fonds worden nageleefd en dat, voor zover het een pensioenfonds betreft, het beleid van dat fonds gevoerd wordt overeenkomstig de in artikel 9c bedoelde actuariële en bedrijfstechnische nota."

28 Toelichting bij artikel 2 en artikel 6 van de Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183.

wetgever die verbinding wil handhaven, moet worden aanvaard dat die niet altijd kan samengaan met de hoogste graad van deskundigheid. De collectieve benadering geldt uiteraard niet voor de integriteit. Over de voornemens, de handelingen of de antecedenten van iedere afzonderlijk te toetsen persoon mag bij de PVK geen twijfel bestaan. Bij de uitvoering van deze toets hanteren PVK, DNB en AFM dezelfde criteria.<sup>29</sup>

#### 6.4 Prudentieel toezicht

De doelstelling van het prudentieel toezicht op een pensioenfonds is te bewerkstelligen dat het een gezonde balansverhouding heeft; dat zijn activa toereikend zijn om aan zijn verplichtingen te voldoen en dat er een buffer is om tegenvallende marktomstandigheden te kunnen incasseren. Een belangrijke bron van informatie voor de PVK is de actuariële en bedrijfs-technische nota ("abtn") die het pensioenfonds krachtens artikel 9c lid 1 PSW moet opstellen. Bij algemene maatregel van bestuur zijn nadere regels gesteld met betrekking tot de abtn.<sup>30</sup>

Blijkens de artikelen 2-4 van het Besluit actuariële en bedrijfstechnische nota ("Besluit abtn") dient de abtn onder meer een beschrijving te bevatten van:

- de hoofdlijnen van het interne beheersingssysteem en van de opzet van de administratieve organisatie en interne controle;
- de aanspraken die voor de deelnemers, gewezen deelnemers of hun nabestaanden voortvloeien uit de pensioenregeling;
- de financiële opzet; en
- de financiële sturingsmiddelen.<sup>31</sup>

De beschrijving van de financiële opzet bevat "in ieder geval" een beschrijving van:

- a. het premiebeleid;
- b. het beleggingsbeleid;
- c. de wijze waarop bij de reservering, het premiebeleid en het beleggingsbeleid rekening is gehouden met eventuele voorwaardelijke indexering.

---

29 Vgl. artikel 6 Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen, Stcrt. 2000, 183 alsmede de Beleidsregel inzake de betrouwbaarheidstoetsing van (kandidaat) (mede) beleidsbepalers en houders van gekwalificeerde deelnemingen in onder toezicht staande instellingen, Stcrt. 2000, 78, gewijzigd 16 juli 2002 (Stcrt. 2002, 136). Zie ook Stcrt. 2002, 174.

30 Besluit van 21 november 2000, Stb. 502, gebaseerd op artikel 9d PSW.

31 De beschrijving van de financiële sturingsmiddelen bevat in ieder geval een beschrijving van de sturingsmogelijkheden van het fonds ten aanzien van het premiebeleid, het beleggingsbeleid alsmede van het beleid met betrekking tot de aanpassingen van de aanspraken, vgl. artikel 5 Besluit abtn.

De beschrijving van het beleggingsbeleid moet verder worden gedetailleerd. Zij bevat "in ieder geval" een beschrijving van:

- a. het strategisch beleggingsbeleid, waarin opgenomen een beschrijving van de beleggingsdoelstelling, de samenstelling van de beoogde beleggingsportefeuille alsmede de mate waarin van de beoogde beleggingsportefeuille mag worden afgeweken;
- b. de beoogde omvang van het weerstandsvermogen gegeven het beleggingsbeleid;
- c. de opzet van de uitvoering van de vermogensbeheersactiviteiten;
- d. de wijze van risicometing en -beheersing, met name van marktrisico's en kredietrisico's;
- e. de opzet van de resultaatsevaluatie met betrekking tot de onderwerpen genoemd in de onderdelen a, b, c en d;
- f. de waarderingsgrondslag van de beleggingen op de balans.

De beschrijvingen die het pensioenfonds op grond van deze regelgeving moet opstellen dienen van zodanige kwaliteit te zijn dat de PVK zich ervan kan vergewissen dat het pensioenfonds zijn middelen op solide wijze belegt.<sup>32</sup> Daarmee dient het pensioenfonds zijn solvabiliteit veilig te stellen. Als gevolg van de neergang op de financiële markten in de periode 2000-2003 is de solvabiliteit van pensioenfonds onder druk komen te staan. Die ontwikkeling was aanleiding voor de PVK om het prudentieel toezicht aanzienlijk te verscherpen.

In 2002 heeft de PVK nieuwe beleidsregels uitgevaardigd waarin zij pensioenfonds maant de kapitaaldekking van de pensioenverplichtingen op korte termijn te herstellen, in overeenstemming met de eisen die voortvloeien uit de PSW.<sup>33</sup> Dit wordt door de PVK aangeduid als de voorziening pensioenverplichtingen. Daarnaast moet elk pensioenfonds een reserve aanhouden ter grootte van 5% voor het opvangen van niet expliciet gekwantificeerde risico's. Daarenboven vraagt de PVK dat het pensioenfonds buffers vormt om bepaalde waardedalingen van de beleggingen in aandelen en vastrentende waarden te kunnen opvangen. De buffers dragen eraan bij dat door het pensioenfonds "ook in een periode van aanhoudend zwakkere beleggingsresultaten een stabiel beleid kan worden gevoerd".<sup>34</sup>

---

32 Artikel 7 Besluit abtn.

33 Vgl. over de financieringseisen § 2.8.2.

34 Vgl. voor de details omtrent de gewenste buffers de PVK Beleidsregel d.d. 30-09-02 en daarop volgende toelichtingen, te downloaden via [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl). Nader over deze Beleidsregel: Wortel (2003).

Deze beleidsregels monden uit in een waarschuwing aan het adres van het pensioenfondsbestuur:

"De afnemende dekkingsgraden noodzaken de fondsbesturen tot het nemen van maatregelen om de vermogenspositie te versterken. (...) U, als bestuur van een fonds, bent primair verantwoordelijk voor de gezonde financiële opzet en positie van het fonds en voor de met het oog daarop te nemen maatregelen. Het is aan u om ervoor te zorgen dat de middelen van het fonds toereikend zijn om de verplichtingen van het fonds en de noodzakelijke reserves en buffers om risico's op te kunnen vangen te dekken. (...) De PVK toetst in haar rol van toezichthouder de financiële opzet en positie van het fonds en de maatregelen die u, als bestuur, neemt. (...) Indien de vermogenspositie ook met toepassing van de normale sturingsmiddelen ontoereikend blijft, dient u de PVK onverwijld te informeren en aanvullende maatregelen te treffen om het evenwicht binnen een aanvaardbare termijn te herstellen. Bij de te nemen maatregelen zullen de wettelijke en overige bepalingen alsmede de statuten en reglementen in acht moeten worden genomen. Deze maatregelen moeten worden vastgelegd in een plan van aanpak dat onze goedkeuring behoeft."

Het prudentieel toezicht zal nader gestalte krijgen in het zogeheten Financieel Toetsingskader dat verwerkt moet worden in de Pensioenwet. De PVK heeft de grote lijnen van het Financieel Toetsingskader reeds geschetst.<sup>35</sup> Daarin wordt onderscheid gemaakt tussen een solvabiliteitstoets en continuïteitstoets. De solvabiliteitstoets betreft de vraag of de actuele waarde van de activa ten minste gelijk is aan de actuele waarde van de verplichtingen en of er voldoende solvabiliteit aanwezig is om de risico's met een bepaalde "tekortmaat" over één jaar op te vangen.<sup>36</sup> De continuïteitstoets moet duidelijk maken of een pensioenfonds een strategie heeft die voldoende vooruitzichten biedt om ook op veel langere termijn aan die financiële eisen te voldoen. In dit lange termijn-perspectief wil de PVK in verschillende scenario's de balansverhoudingen ("kapitaaltoereikendheid")

---

35 Vgl. het PVK (2003b).

36 De PVK ging aanvankelijk uit van een "zekerheidsmaat" van 99,5%. Die houdt in dat het pensioenfonds naar verwachting eens in de 200 jaar in een situatie van onderdekking terecht komt. Om die mate van zekerheid te hebben zouden pensioenfondsen een dekkingsgraad van ca. 140% moeten hebben. Die eis zou leiden tot onaanvaardbaar hoge premies of sterk versoberde pensioenen respectievelijk ingrijpende macro-economische gevolgen. CPB, DNB en PVK (2003) hebben staatssecretaris Rutte van Sociale Zaken en Werkgelegenheid geadviseerd deze eis terug te brengen tot 95-97,5%. Bij een zekerheidseis van 95% wordt eens in de 20 jaar een situatie van onderdekking verwacht, waarna een pensioenfonds 10 jaar de tijd krijgt om weer op het vereiste peil te komen. Zie ook Kamerstukken II, 28 294, nr. 2. In het "pensioenakkoord" van 28 januari 2004 wordt uitgegaan van een "zekerheidsmaat" van 97,5%.

beoordelen en nagaan in hoeverre pensioenfondsen bepaalde risico's in beeld hebben, beheersen en waar nodig in staat zijn het beleid aan te passen. Te denken valt aan onverwachte ontwikkelingen in de kapitaalmarktrente, de inflatie en ongebruikelijke fluctuaties in de waarde van de beleggingsportefeuille.<sup>37</sup> Dat betekent dat pensioenfondsen hun pensioenverplichtingen niet langer kunnen waarderen op basis van een fictieve rekenrente van 4% doch uit moeten gaan van een reëel, aan de inflatie gerelateerd, rentepercentage. Dit heeft grote gevolgen voor de berekening van hun dekkingsgraden; ik verwijs naar § 2.8.2.

Onder eisen van prudentieel toezicht zou ik ook willen rekenen de waarborgen die dienen om te voorkomen dat het pensioenvermogen bloot staat aan verhaal door crediteuren van de werkgever.<sup>38</sup> Het risico dat een werknemer door het faillissement van zijn werkgever niet alleen zijn werk (en inkomen) verliest doch ook (de nakoming van) zijn pensioenaanspraken dient zoveel mogelijk te worden beperkt. Dit was een belangrijke beweegreden voor de wetgever om voor te schrijven dat de werkgever het pensioenvermogen moet afzonderen in een voor dat doel opgerichte rechtspersoon.<sup>39</sup> Bovendien heeft de wetgever geregeld dat ook overigens het pensioenfonds slechts een beperkt faillissementsrisico mag lopen ten aanzien van de werkgever. Met het oog daarop stelt artikel 9b PSW grenzen aan de beleggingen van een ondernemingspensioenfonds in de werkgever. Die mogen 5% van de activa van het fonds niet te boven gaan, eventueel te vermeerderen tot maximaal 10% indien de vrije reserves van dat fonds toereikend zijn. Deze restricties zijn niet van toepassing voor zover de werk-

---

37 Voorts is relevant de waardering van zogenoemde "zachte verplichtingen", vgl. PVK (2003b). Volgens de definitie van de PVK zijn dat verplichtingen waarvan de waarde mede afhankelijk is van in de toekomst door een pensioenfonds of een verzekeraar te nemen beslissingen. Een voorbeeld is de toepassing van pensioenindexatie, indien deze indexatie in de reglementen of statuten afhankelijk is gesteld van nadere besluitvorming of ontwikkelingen, bijvoorbeeld de beschikbaarheid van middelen. Bij een verzekeraar kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een bestendig couloncebeleid; in dat geval is er sprake van een zachte verplichting die niet contractueel is vastgelegd.

38 In effectenrechtelijke termen zijn dit regels met het oog op vermogensscheiding. De versnipperde regeling in artikel 12 e.v. NRgt 2002 en artikel 9 e.v. NRpt 2002 wekt de indruk dat ook de toezichthouders moeite hebben om de juiste regels te rangschikken onder het begrip prudentieel toezicht. Nader over vermogensscheiding: Grundmann-Van de Krol (2004), p. 305-311. Zie ook artikel 8 Pensioenrichtlijn.

39 Kamerstukken II, 1730, nr. 3. Zie ook Thierry (1955), p. 78-80.

gever nieuwe pensioenverplichtingen op zich neemt en de PVK daarmee heeft ingestemd.<sup>40</sup>

## 6.5 Pensioenfonds en zorgplicht

Artikel 7:401 bepaalt dat een opdrachtnemer de zorg van een goed opdrachtnemer in acht moet nemen. In hoofdstuk 4 is geconcludeerd dat dit artikel ook geldt voor het pensioenfonds dat, als partij bij de pensioenovereenkomst, de daaruit voortvloeiende opdracht aanvaardt.

Daarenboven geldt voor het pensioenfonds een "verbijzonderde" zorgplicht. Deze is verwoord in artikel 5 lid 4 PSW. Dit artikel bepaalt dat de personen die het beleid van een pensioen- of spaarfonds bepalen of mede bepalen zich bij de vervulling van hun taak richten naar de belangen van de bij het fonds betrokken deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden en ervoor zorgen dat dezen zich door hen op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.

Artikel 5 lid 4 PSW bevat twee instructies aan beleidsbepalers van een pensioenfonds. De eerste instructie is dat zij zich richten naar "de belangen van de belanghebbenden". Daarmee wordt een richtsnoer gegeven voor de (interne) besluitvorming en voor de (externe) vertegenwoordiging van het pensioenfonds. Wat het vertegenwoordigingsaspect betreft kan dit onderdeel van artikel 5 lid 4 PSW ook worden beschouwd als een voorschrift voor het pensioenfonds zélf.<sup>41</sup>

De tweede instructie is dat beleidsbepalers moeten zorgdragen dat de belanghebbenden zich evenwichtig vertegenwoordigd kunnen voelen. Beleidsbepalers zullen blijk moeten geven dat zij oog hebben voor de mogelijk

---

40 Teneinde (additionele) kredietrisico's op de werkgever te voorkomen geeft artikel 3a PSW voorschriften voor de termijnen waarbinnen de werkgever de verschuldigde bijdragen moet hebben voldaan.

41 Verdam noemt het opvallend dat beleidsbepalers zich, anders dan bestuurders en commissarissen van kapitaalvennootschappen, niet behoeven te richten naar het belang van het pensioenfonds zelf, althans de rechtspersoon die het pensioenfonds in stand houdt: "Door niet naar het fonds zelf te verwijzen springt de gedragsnorm als het ware over het fonds en zijn rechtspersoonlijkheid heen en richt zich direct op de (gewezen) deelnemers en andere belanghebbenden." Vgl. Verdam (rede 2003), § 36. Volgens mij is dat niet zo vreemd. Daarmee wordt erkend dat het pensioenfonds geen op zichzelf staand eigen belang heeft. Die opvatting sluit aan bij de *fiducia cum amico*; het pensioenfonds is eigenaar in het belang van anderen, en de beleidsbepalers van het pensioenfonds zullen uitsluitend die belangen moeten dienen.



uiteenlopende belangen van de diverse categorieën belanghebbenden: deelnemers, slapers, gepensioneerden en overige belanghebbenden.

Blijkens de parlementaire geschiedenis behoren beleidsbepalers blijk te geven van een evenwichtige belangenbehartiging: "Het gaat niet zozeer om de wijze waarop de belanghebbenden zelf zich moeten of kunnen voelen, maar om het vastleggen van een taak van het bestuur".<sup>42</sup> Die taak houdt in "dat met de verschillende deelbelangen rekening wordt gehouden". Op welke wijze dat in concreto moet gebeuren:

"hangt af van onder meer de zwaarte van de wederzijdse belangen, de aard van de te nemen besluiten en van de overige omstandigheden van het geval. Het zal er om gaan bij de inhoud van de te nemen besluiten met de te onderscheiden belangen rekening te houden ook indien bij voorbeeld de passieve leden een grote minderheid vormen. De kwantiteit van de belangen is dus niet in de eerste plaats bepalend. Het begrip 'op evenwichtige wijze' behoort daarbij juist te voorkomen dat overtrokken uitkomsten ontstaan."<sup>43</sup>

Artikel 5 lid 4 PSW bevat geen "voorrangsregel" voor het geval er sprake is van een belangenconflict. Mijns inziens behoort het pensioenfonds geen andere belangen te dienen dan "het belang van de belanghebbenden".<sup>44</sup> Het komt voor dat het belang van de begunstigten conflicteert met het belang van de werkgever(s). Als van een dergelijk conflict sprake is bij de beleggingen van het pensioenfonds, dient het belang van de begunstigten te prevaleren.<sup>45</sup> Ik zou willen aannemen dat die voorrangsregel ook zou moeten worden toegepast bij belangenconflicten op andere beleidsterreinen. Dat betekent uiteraard niet dat het pensioenfonds de werkgever tot meer zou kunnen verplichten dan waartoe hij wettelijk of op grond van de pensioenovereenkomst is gehouden.<sup>46</sup>

---

42 Kamerstukken II, 19 008, nr. 31.

43 Kamerstukken I, 19 008, nr. 253c.

44 In gelijke zin Verdam (rede 2003), § 36.

45 Vgl. onder meer § 3.7. Zie ook artikel 18 Pensioenrichtlijn.

46 Om een voorbeeld te noemen: als de gepensioneerde op grond van de pensioenregeling geen onvoorwaardelijk recht heeft op volledige indexatie, kan het pensioenfonds de werkgever niet verplichten om de lasten van een volledige indexatie op zich te nemen. Doch als het belang van de onderneming wordt gediend met een financiering door het pensioenfonds doch die financiering mogelijk schade berokkent aan de begunstigten, dan zal het pensioenfonds het belang van de begunstigten moeten laten prevaleren. Zie ook de in § 4.5.3 genoemde voorbeelden van belangenconflicten bij "Nedlloyd-Hagen" en bij de uitoefening van zeggenschapsrechten.

Van tegenstrijdige belangen kan eveneens sprake zijn onder de begunstigen. Zij hebben geen "absoluut" recht op gelijke behandeling. Mijns inziens mag het pensioenfonds het belang van bijvoorbeeld de deelnemers zwaarder laten wegen dan het belang van de gepensioneerden. Het zal echter onder alle omstandigheden blijk moeten geven van een zorgvuldige afweging. Ik kom daarop terug in § 7.8, in het kader van de door een trustee in acht te nemen "duty of impartiality".

## 6.6 Zorgplichten in het effectenrecht

De kern van de effectenrechtelijke zorgplicht is neergelegd in artikel 25 van de NRgt 2002.<sup>47</sup>

Dit artikel luidt:

"1. Een effecteninstelling handelt in het belang van haar cliënten, geeft bij de uitvoering van de opdrachten van haar cliënten voorrang aan de belangen van cliënten boven haar eigen belang en onthoudt zich van handelingen die de adequate functionering van de effectenmarkten of het vertrouwen van beleggers daarin kunnen schaden.

2. Een effecteninstelling is gehouden haar cliënten op redelijke en billijke en onder vergelijkbare omstandigheden zo veel mogelijk op gelijke wijze te behandelen."

Hierin komen alle doelstellingen van het effectenrecht, genoemd in § 6.2, tot uitdrukking. In het eerste lid gaat het om de bescherming van de beleggers tegen belangenconflicten en het vertrouwen van beleggers in de effecteninstelling én de markt; dat vertrouwen mag niet worden beschaamd. In het tweede lid gaat het primair om de bescherming van beleggers en het vertrouwen in de effecteninstelling; het vertrouwen in de markt speelt een rol op de achtergrond.

De zorgplicht zoals verwoord in artikel 25 NRgt 2002 kan worden beschouwd als een verbijzondering van de zorg die een goed opdrachtnemer in acht moet nemen (artikel 7:401 BW). Het fiduciaire karakter blijkt onder meer bij de beantwoording van de vraag of een vermogensbeheerder naar behoren zijn opdracht heeft uitgevoerd. Het daarvoor geldende criterium is

---

47 Du Perron (2002), p. 127. Vgl. ook artikel 24 Bte 1995 en artikel 2.12 van Bijlage A behorende bij artikel 5 van het Besluit toezicht beleggingstellingen; Raaijmakers (2003), p. 24; Verdam (2003), p. 119. Zie ook Loonen en Schonewille (2002).

of hij heeft beheerd als een goed huisvader.<sup>48</sup> In de context van dit onderzoek is dat een mooie uitdrukking. Daarin komt de natuurlijke verbinding tot uiting tussen de fiduciaire verantwoordelijkheid van de pater familias en het pensioenfonds als vermogensbeheerder en fiduciaris.

Deze zorgplicht krijgt extra gewicht in de verhouding tussen een niet deskundige opdrachtgever en een professionele effecteninstelling. Dat wordt - afhankelijk van de omstandigheden van het geval - gerechtvaardigd door het bestaan van een bijzondere vertrouwensrelatie, door de in artikel 2 van de Algemene Bankvoorwaarden aanvaarde verplichting naar beste vermogen rekening te houden met de belangen van de cliënt, door de grote financiële belangen die met deze vorm van dienstverlening samenhangen en/of de eisen van redelijkheid en billijkheid.<sup>49</sup> Handelen in strijd met deze bijzondere zorgplicht kan leiden tot schadeplichtigheid aan de zijde van de bank die optreedt als effecteninstelling.

In de jurisprudentie komen de paternalistische trekken van de effectenrechtelijke zorgplicht tot uitdrukking. Illustratief is HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660 (Van de Klundert-Rabobank):

"Wanneer een bij de handel in opties bemiddeling verlenende bank opdrachten van haar particuliere cliënten tot het uitvoeren van optie-transacties ontvangt, is de bank als professionele en op dit terrein bij uitstek deskundig te achten dienstverlener tot een bijzondere zorgplicht gehouden, gelet op de zeer grote risico's die aan dergelijke transacties verbonden kunnen zijn. Deze zorgplicht vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen een bank en haar particuliere cliënten, meebrengen. De omvang van die zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de eventuele deskundigheid van de cliënt, diens inkomens- en vermogenspositie, de vraag of de bank heeft toegezien op naleving van de margeverplichtingen en de cliënt daarover regelmatig heeft ingelicht (...)"

---

48 Du Perron (2002), p. 138; Van der Korst (2003), p. 653-672; Mok (2001), in het voorwoord van het Jaarverslag Klachtencommissie DSI 1998-2000. De Klachtencommissie DSI biedt een rechtsgang ter beslechting van geschillen tussen beleggers en effecteninstellingen die bij DSI ("Dutch Securities Institute") zijn aangesloten. Vgl. ook HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285 (Mees Pierson-Ten Bos) naar aanleiding van artikel 832 BW (oud), welk artikel bepaalt dat de vruchtgebruiker de zaak waarvan hij het vruchtgebruik heeft "als een goed huisvader" zal gebruiken, "zonder dezelve te verslimmeren, of te verwaarlozen". Zie ook DSI 30 oktober 2003, JOR 2004, 12; DSI 8 januari 2004, JOR 2004, 52.

49 HR 29 september 1995, NJ 1998, 81. Zie ook Frielink (2002b), p. 38-39 en Mok (2001).

Als de bank onvoldoende toeziet op de naleving van deze margeverplichtingen dan kan zij aansprakelijkheid voor door de cliënt geleden schade haast niet meer ontlopen. Dan kunnen ook nadrukkelijke waarschuwingen aan het adres van de cliënt de bank niet baten. Dit volgt uit HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192 (Rabobank-Everaars):

"...dat het strikt houden van de cliënt aan zijn margeverplichting in het kader van de zorgplicht van de Bank een aanzienlijk effectievere waarschuwing voor de door hem te lopen risico's oplevert dan veelvuldige en nadrukkelijke waarschuwingen waarvan de ernst echter twijfelachtig wordt omdat de Bank aan de voortzetting van de optiehandel door de cliënt blijft meewerken ondanks - aanzienlijke en nagenoeg voortdurende - tekorten op zijn margeverplichting. (...)

dat het hier gaat om een zorgplicht die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, en dat daarom, zo dit gevaar zich verwezenlijkt, bij de toepassing van de maatstaf die thans in art. 6:101 BW is opgenomen en ook in dit geval voor toepassing in aanmerking komt, fouten van de cliënt die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortvloeien, in beginsel minder zwaar wegen dan fouten aan de zijde van de Bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten."

Dat is zelfs het geval indien de cliënt een zekere deskundigheid heeft op het gebied van de optiehandel, hij bij voortdurend is gewaarschuwd door de bank en hij zelfs gewaarschuwd is dat zijn gehele vermogen gevaar liep maar de cliënt "moeilijk te overtuigen en vrij eigengereid is". Onder die omstandigheden "zijn (...) waarschuwingen als hiervoor bedoeld niet toereikend om iedere aansprakelijkheid van de bank voor schade die de cliënt lijdt ten gevolge van het niet steeds aanhouden van de gebruikelijke margeverplichting af te wenden", aldus HR 11 juli 2003, RvdW 2003, 123, JOR 2003, 119 (Kouwenberg-Rabobank).<sup>50</sup> De bank zal de cliënt strikt moeten houden aan zijn margeverplichtingen aangezien dit de meest effectieve wijze van waarschuwen is.

Deze door een effecteninstelling in acht te nemen zorgplicht wordt verder geconcretiseerd in het bestaan van:

- mededelingsplichten;

De cliënt moet worden geïnformeerd over de kenmerken, in het bijzonder de risico's, van de aangeboden effectendiensten en -producten.

---

<sup>50</sup> Zie over dit arrest ook Van Boom (2003).

Onder omstandigheden dient deze informatie te worden verstrekt in de vorm van een financiële bijsluiter.<sup>51</sup>

- informatieplichten;  
De financiële situatie van de opdrachtgever moet worden geanalyseerd door een cliëntenprofiel op te stellen. De effecteninstelling zal onder meer de vraag moeten beantwoorden of de opdrachtgever de consequenties van het door hem gewenste beleggingsrisico kan overzien en of die consequenties passen binnen zijn financiële draagkracht. Deze onderzoeksplicht vloeit voort uit het "know-your-customer-beginsel".<sup>52</sup>
- een cliëntenovereenkomst;  
In de tussen een vermogensbeheerder en zijn cliënt op te stellen overeenkomst zal onder meer moeten worden vastgelegd: de samenstelling en de waarde van het vermogen bij de aanvang van het beheer, de beleggingsdoelstelling, eventueel van toepassing zijnde kwantitatieve of kwalitatieve beleggingsrestricties en de rapportagevereisten.<sup>53</sup>
- vermogensscheiding;  
Een effecteninstelling moet zorgdragen dat het vermogen van zijn cliënt voldoende is beschermd; het mag niet worden aangewend ten bate van de effecteninstelling en het moet worden gescheiden van het eigen vermogen van de effecteninstelling.<sup>54</sup>
- adequate interne structurering en ao/ic;  
De effecteninstelling dient zodanig te zijn gestructureerd dat belangenconflicten worden tegengegaan. Met het oog op het "adequaat functioneren" van de effecteninstelling en de naleving van de bij de wet gestelde vereisten dient zij te beschikken over een toereikende administratieve organisatie en een systeem van interne controle.<sup>55</sup>
- bestedingsbewaking;

---

51 Artikel 33 NR 2002; Du Perron (2002), p. 128-130; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 350-354.

52 Artikel 28 NR 2002; Du Perron (2002), p. 130-132; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 323.

53 Artikel 27 NR 2002; Du Perron (2002), p. 132; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 334-336.

54 Artikel 12 NR 2002; Du Perron (2002), p. 133; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 305-311.

55 Artikel 19-24 NR 2002; Du Perron (2002), p. 133-134; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 311-313.

De effecteninstelling dient zich te onthouden van transacties voor rekening van een cliënt indien de cliënt over onvoldoende saldi beschikt om de gevolgen van die transacties te kunnen dragen.<sup>56</sup>

- eisen aan advisering;  
Een beleggingsadvies moet toegesneden zijn op de behoeften van de cliënt. Het advies moet aan kwaliteitseisen voldoen. Het criterium is of een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur het advies had mogen geven. Een professioneel beleggingsadviseur mag zijn advies niet door eigen belangen laten beïnvloeden; hij behoort zich in te leven in de positie van de opdrachtgever en alleen rekening te houden met diens belangen.<sup>57</sup> Onder omstandigheden rust op de adviseur een plicht tot schriftelijk waarschuwen. Dit laat onverlet dat uiteindelijk de cliënt bepaalt welke beleggingsrisico's hij wil aanvaarden.<sup>58</sup>
- eisen aan vermogensbeheer;  
Als opdrachtnemer behoort een vermogensbeheerder te handelen zoals in redelijkheid mag worden verlangd van een over voldoende inzicht en ervaring beschikkende vermogensbeheerder die zijn taak met nauwgezetheid vervult.<sup>59</sup> Du Perron spreekt over de vraag of de beheerder heeft beheerd als een goed huisvader. Dit is het criterium dat ook de Klachtencommissie DSI hanteert.<sup>60</sup>
- rapportage-eisen;  
De vermogensbeheerder dient de cliënt periodiek te informeren omtrent de samenstelling en de waarde van het beheerde vermogen, de mutaties die hebben plaatsgevonden en de met het beheer gemoeide kosten.<sup>61</sup>

Mijns inziens blijkt uit de jurisprudentie en de uitspraken van de Klachtencommissie DSI dat de zorgplicht van de bank en de vermogensbeheerder

---

56 Artikel 28 lid 2 e.v. NR 2002; Du Perron (2002), p. 134; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 324.

57 Barendrecht (1999), p. 1361-1369. Zie ook § 3.2 van het CESR Proposal for the EU regime of investor protection, welk artikel onder meer bepaalt: "The investment firm must communicate the reasons why the advice is considered to be in the best interest of the customers at the time the advice is given."

58 Frielink (2002b), p. 40-41; Du Perron (2002), p. 137-138; Grundmann-Van de Krol (2004), p. 336-339.

59 HR 9 juni 2000, NJ 2000, 460. Vgl. ook § 4.4.1; Frielink (2002b), p. 41; Van Setten (2002), p. 399.

60 Du Perron (2002), p. 138; Mok (2001). Vgl. ook HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285.

61 Artikel 29-30 NR 2002 en Du Perron (2002), p. 140.

dreigt door te schieten in de richting van een verzekering; een voorwaardelijke afdekking van het neerwaarts risico van beleggingstransacties. De cliënt die de nadelen ervaart van zijn welbewust gekozen beleggingsgedrag wordt gestimuleerd op zoek te gaan naar een verwijt, hoe gering ook, dat de bank kan treffen.<sup>62</sup> Als hij daarin slaagt is de kans groot dat hij zijn schade geheel of gedeeltelijk kan afwentelen op de bank, en daarmee op een collectief. Ook wanneer de bank niet bereid is aansprakelijkheid te aanvaarden heeft de cliënt nog altijd kans op een schikking; het is immers algemeen bekend dat financiële instellingen beducht zijn voor publicitaire (reputatie)risico's ... Dit lijkt mij niet bevorderlijk voor het besef van de cliënt dat hij in de eerste plaats zélf verantwoordelijk is voor zijn gedrag en de financiële gevolgen daarvan.<sup>63</sup>

Dit laat onverlet dat banken, vermogensbeheerders én pensioenfondsen naar geldend recht nauwgezet rekening zullen moeten houden met de aan de zorgplicht verbonden aansprakelijkheidsrisico's.

## **6.7 Pensioenfondsen en effectenrechtelijke zorgplicht**

De effectenrechtelijke zorgplicht is nader uitgewerkt in mededelings- en informatieplichten, bestedingsbewaking en dergelijke meer. De vraag rijst of de zorgplicht van het pensioenfonds, zoals die is verwoord in artikel 5 lid 4 PSW, eveneens nader kan worden gespecificeerd. In het antwoord op die vraag moet mijns inziens worden gedifferentieerd, afhankelijk van het type pensioenregeling. Een defined contribution-regeling moet onder omstandigheden anders worden beoordeeld dan een "traditionele" defined benefit-regeling.

### *6.7.1 Defined benefit-regeling*

In Nederland is de "basispensioenregeling" (die verplicht van toepassing is voor de collectiviteit van werknemers) in veruit de meeste gevallen ge-

---

62 Het zou interessant zijn te zien welke wending de jurisprudentie zal nemen in een opgaande markt, bijvoorbeeld indien een bank zou worden verweten dat zij een cliënt voordeel heeft onthouden omdat zij "zonder dringende noodzaak" posities van de cliënt heeft gesloten wegens niet nakoming van margeverplichtingen.

63 Zie ook Van der Leeuw, Van Rijswijk en Verspyck Mijnsen (2002); Du Perron (2003), p. 185 e.v.; Weller (2003); Hartlief (2003), p. 579. Vgl. de beantwoording van de kamervragen van de leden Crone en Heemskerk naar aanleiding van Legio Lease, Handelingen II, 2002-2003, nr. 960.

baseerd op defined benefit. Een defined benefit (eindloon)regeling heeft doorgaans als streefniveau een bepaald percentage van het laatst verdiende loon.<sup>64</sup> De deelnemer kan geen beleggingskeuzes maken. De opdrachtgevers vertrouwen pensioenpremies toe aan het pensioenfonds dat deze premies naar beste vermogen dient te beleggen. In die verhouding is er geen sprake van een zorgplicht in die zin dat de vermogensbeheerder - het pensioenfonds - ervoor moet waken dat de deelnemer keuzes maakt die bij zijn risicohouding en financiële spankracht passen. Deze verantwoordelijkheid neemt het pensioenfonds van de deelnemers over. Het pensioenfonds hoeft er niet voor te zorgen dat de deelnemer goed kiest, er is sprake van plaatsvervangend kiezen door het pensioenfonds. Het pensioenfonds heeft - binnen zijn eigen financiële mogelijkheden - de opdracht te zorgen voor het collectief van begunstigden. In een defined benefit omgeving betekent het "know-your-customer" beginsel dat het pensioenfonds het profiel van dit collectief moet kennen, dat wil zeggen: de samenstelling van de populatie in samenhang met de "vervalkalender" van opeisbare verplichtingen. Dit vormt onderdeel van een door hem te verrichten asset-liability studie; hij moet zijn beleggingshorizon bepalen en zijn middelen verantwoord alloceren naar de verschillende beleggingscategorieën (de samenstelling van de "asset mix"). Anders dan in een "normale" relatie tussen cliënt en vermogensbeheerder bepaalt bij een defined benefit regeling niet de opdrachtgever doch de opdrachtnemer in belangrijke mate de risicohouding. De opdrachtgever is echter wel betrokken bij die keuze doordat zijn vertegenwoordigers daaraan "medeplichtig" zijn, in het bestuur van het pensioenfonds.

Het pensioenfonds zal moeten uitleggen hoe hij zich van deze opdracht kwijt, wat hij doet en waarom. In de bijzondere verhouding tussen het pensioenfonds en zijn opdrachtgevers transformeert de zorgplicht tot een reken- en verantwoordingsplicht.<sup>65</sup> Wie veel vertrouwen vraagt, aanvaardt een grote verantwoordelijkheid en zal veel moeten verantwoorden. Civielrechtelijk kunnen deze verplichtingen worden herleid tot artikel 7:403 BW. In § 4.4 sprak in ik in dit verband over informatieverstrekking, verantwoording- en rekenplicht. Daaraan worden steeds hogere eisen gesteld; regelmatig klinkt het verwijt dat pensioenfondsen teveel paternalisme ten

---

64 Over de verspreidingsgraad van "zuiver eindloon", "gemiddeld eindloon" en "middelloon" zie PVK (2003), p. 36.

65 In gelijke zin Raaijmakers (2003), p. 21 en p. 30.



toon spreiden.<sup>66</sup> Voorts zullen pensioenfondsen aan de begunstigen eenduidige informatie moeten verschaffen omtrent het premie- en indexeringsbeleid; het zal moeten wijzen op onzekerheden die - tot op zekere hoogte - inherent zijn aan een defined benefit pensioenregeling.<sup>67</sup>

De regering is voornemens in de Pensioenwet de informatie- en verantwoordingsplichten van het pensioenfonds uit te werken:

"een deelnemer - een daaronder versta ik in dit verband zowel de (gewezen) deelnemer als de gepensioneerde - [heeft] het recht te weten hoe wordt omgegaan met de ingelegde premiegelden, vermogenstekorten en vermogenoverschotten. En in samenhang daarmee met de indexering van in het verleden opgebouwde pensioenaanspraken. De transparantie geldt ook voor de keuzes die door de pensioenuitvoerder worden gemaakt met betrekking tot het beleggingsbeleid en de daaraan gekoppelde toekenning van rechten."<sup>68</sup>

Dit kabinetsvoornemen sluit aan bij de verplichtingen die zijn neergelegd in de Pensioenrichtlijn. Lidstaten moeten pensioenfondsen verplichten informatie te verstrekken aan hun deelnemers, onder meer in een zogeheten "Verklaring inzake de beleggingsbeginselen". Als de deelnemer "het" beleggingsrisico draagt gelden er verdergaande informatieverplichtingen.<sup>69</sup>

### *6.7.2 Defined contribution-regeling*

#### *dc-regeling en beleggingsrisico's*

Er zijn verschillende typen dc-regelingen. In één variant stelt de pensioenuitvoerder vast welk kapitaal er op de pensioendatum minimaal zal zijn, gegeven een bepaalde beschikbare premie. In die variant heeft de deelnemer geen beleggingsvrijheid; hij verkeert slechts in onzekerheid ten aanzien van een eventueel te behalen overrendement.

Vanuit effectenrechtelijke optiek boeiender is het type waarbij het pensioenkapitaal op de pensioendatum niet bekend is, doch afhangt van de hoogte van de ingelegde premies én het met die inleg behaalde beleggingsresultaat. Onderdeel van een dc-regeling kan zijn dat de deelnemer

---

66 Vgl. Oosenbrug (1999); Bijkerk en Schuurman (2002), p. 34-40 en het themanummer "Transparante pensioenfondsen", ESB nr. 4269 (2000).

67 Zie ook § 4.3 in verband met het onderscheid tussen de pensioenovereenkomst en verzekeringsovereenkomst. Vgl. ook Rutte (2003).

68 Kamerstukken II, 28 122, nr. 15.

69 Vgl. artikel 11 en 12 Pensioenrichtlijn.

"beleggingskeuzes" kan maken. Het pensioenfonds kan aanbieden de ingelegde premies te beleggen in overeenstemming met een door de deelnemer gekozen risicoprofiel. Dit wordt ook wel een unit-linked regeling genoemd: het beleggingsresultaat is een afgeleide van ("is *linked* met") één of meer eenheden (*units*), doorgaans beleggingsfondsen.<sup>70</sup> De afgezonderde gelden - de betaalde premies - worden in de administratie van het pensioenfonds bijgeschreven ten name van de deelnemer. Uit de desbetreffende dc-pensioenregeling zal volgen hoe het rendement wordt bepaald dat het pensioenfonds over de inleg vergoedt.<sup>71</sup> Dat wordt omschreven op een wijze die wij kennen uit prospectussen van beleggingsfondsen. In de trant van:

"Uw inleg wordt belegd in aandelen van middelgrote en grote Europese ondernemingen. De beleggingsdoelstelling is het rendement van de benchmark - de MSCI Europe Index - ten minste te evenaren."

De beleggingsrisico's van een dc-regeling kunnen zeer aanzienlijk zijn. In Amerika zijn dc-regelingen - de zogeheten *401 (k) plans*<sup>72</sup> - uitermate populair. Deelnemers hebben zeer grote beleggingsrisico's aanvaard. Naar verluidt werd eind jaren '90 geadverteerd met kreten als "If you've got the guts, go for 70% stocks".<sup>73</sup> De daarvoor vereiste (over)moed werd pijnlijk zichtbaar in de jaren 2000-2003.

In Japan, waar dc-regelingen begin jaren '70 zijn ingevoerd, hebben Japanners enorme verliezen geleden als gevolg van de neergang van de Japanse aandelenmarkt in de jaren '90.<sup>74</sup> Hun pensioenvoorziening is ten dele verdampt.<sup>75</sup>

Voorts loopt de deelnemer aan een dc-regeling een aanzienlijk "timingsrisico". Als de pensioendatum verschijnt in een periode waarin de voor de deelnemer relevante beleggingen laag gewaardeerd zijn, is de deelnemer wellicht niet in staat een voor hem toereikend pensioen in te

---

70 Vgl. SER (2001), p. 62-63.

71 Artikel 16.6 ABP Pensioenreglement, artikel 39 PGGM Pensioenreglement.

72 Volgens artikel 401 (k) van de Internal Revenue Code mag een werknemer jaarlijks een bepaald bedrag ter belegging afzonderen om daarmee zijn oudedagsvoorziening te financieren. De werkgever mag dat bevorderen door de inleg van een premie te voorzien.

73 Het Financieele Dagblad d.d 15 april 1999: "Pensioengekte heerst volop in Amerika".

74 De Nikkei-index schommelde eind jaren '80 rond de 35.000 punten. Sindsdien is die gedaald tot het niveau van rond de 10.000 (2003).

75 SER-advies (2001), p. 66.

kopen.<sup>76</sup> Dit is een risico dat in een defined benefit-regeling kan worden afgewenteld op het fonds, lees: de collectiviteit van deelnemers.

Dit roept de vraag op of het wenselijk is grenzen te stellen aan het beleggingsrisico dat een deelnemer aan een dc-regeling mag aanvaarden. Over het antwoord op die vraag lopen de meningen uiteen. De Nederlandse regering overweegt aan pensioenfondsen de verplichting op te leggen het neerwaartse risico van door de deelnemer te maken beleggingskeuzes te beperken. Zij schrijft:

"Het kabinet is van mening dat het wenselijk is de situatie te voorkomen dat de deelnemers kunnen worden geconfronteerd met een zeer forse waardedaling van de pensioenportefeuille met alle consequenties van dien. De reden daartoe is dat de laatste tijd steeds meer pensioenvormen zijn ontstaan waarbij geen periodieke pensioen-aanspraak wordt toegezegd, maar uitsluitend een premie ter beschikking wordt gesteld waarbij het beleggingsrisico volledig bij de werknemer ligt. Dit komt het sterkst naar voren bij beschikbare premiereregelingen op basis van unit-linked. Naar aanleiding daarvan stelt het kabinet voor te komen tot een bepaling in de Pensioenwet waarbij de pensioenuitvoerder garandeert dat het uiteindelijke aanwezige kapitaal dat beschikbaar is voor het verkrijgen van de pensioenuitkering, ten minste bestaat uit de som van de door de werkgever en werknemers nominaal ingelegde premies."<sup>77</sup>

Beleggers zullen daartegen inbrengen dat een minimumgarantie geld kost, grenzen stelt aan het opwaarts potentieel en een optimale allocatie van middelen in de weg staat, gegeven de beleggingshorizon.<sup>78</sup> Voorts biedt de door de regering voorgestelde garantie geen bescherming tegen inflatie, zijnde één van de grootste risico's die de deelnemer loopt; een juist beleggingsprofiel (asset mix) is daarvoor veel beter geschikt.

In zijn advies over de Pensioenwet lijkt de SER gevoelig voor deze argumenten. De SER is daarom geen voorstander van een inleggarantie doch zoekt de oplossing in betere voorlichting omtrent de inhoud en de kosten van de dc-regeling, de risico's van een beschikbare premiereregeling en de risico's die verbonden zijn aan beleggingsvrijheid.<sup>79</sup>

---

76 Dit risico zou de wetgever kunnen mitigeren door toe te staan dat het opgebouwde kapitaal gespreid (over een periode van bijvoorbeeld drie jaar) wordt aangewend om pensioen in te kopen.

77 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1.

78 Recent onderzoek lijkt echter uit te wijzen dat die kosten meevallen, vgl. "Benefit Guarantees - How much do they cost? Who should choose?", in: *The Economist* May 31, 2002, [www.socialsecurity.org](http://www.socialsecurity.org).

79 SER (2001), p. 71.

## Hoofdstuk 6

De regering vindt het standpunt van de SER echter niet overtuigend. Zij vindt dat de additionele kosten van een minimumgarantie voor lief moeten worden genomen; die dragen volgens haar zelfs bij aan goed begrip van de eigenschappen van een dc-regeling.<sup>80</sup>

Hoe het ook zij, het is duidelijk dat een deelnemer aan een dc-regeling beleggingsrisico's loopt. De vraag is slechts of en in hoeverre dit risico moet worden gemaximeerd. Voorts rijst de vraag of de deelnemer zich voldoende bewust is van de risico's. SER en regering benadrukken het belang van een goede voorlichting indien een dc-regeling wordt aangeboden; partijen die betrokken zijn bij de totstandkoming van dc-regelingen dienen nadrukkelijk aandacht te besteden aan de onzekerheden die eigen zijn aan een dc-regeling (waaronder het timingsrisico) en aan de mate van beleggingsvrijheid en de daaraan verbonden risico's. Regering en SER vinden dat de volledigheid, duidelijkheid en waarheid van de verstrekte informatie bij dergelijke veelal gecompliceerde producten van groot belang is.<sup>81</sup>

### *Zorgplicht, cliëntenprofiel*

Hiervoor merkte ik op dat er bij een defined benefit-regeling geen sprake is van een zorgplicht in die zin dat de vermogensbeheerder - het pensioenfonds - ervoor moet waken dat de deelnemer keuzes maakt die bij zijn risicohouding en financiële spankracht passen. Het pensioenfonds kiest plaatsvervangend, voor het collectief.

Bij een dc-regeling kan de deelnemer wél de mogelijkheid worden geboden keuzes te maken. Als het een pensioenvoorziening betreft waaraan op vrijwillige basis kan worden deelgenomen (bijvoorbeeld als aanvulling op de basisregeling) is de eerste vraag of het verstandig is van die mogelijkheid gebruik te maken, gelet op de individuele inkomenspositie van de deelnemer, nú en ten tijde van de pensionering. Daarna komen eventuele beleggingsvoorkeuren aan de orde.

Mijns inziens moet een pensioenfonds er rekening mee houden dat de effectenrechtelijke zorgplicht zich qua diepgang (mate van zorg) en breedte (financiële toezichtwetgeving) steeds verder zal uitstrekken.<sup>82</sup> Dit geldt

---

80 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1.

81 Kamerstukken II, 28 294, nr. 1; SER (2001), p. 70. In gelijke zin De Lange (2001a), p. 85.

82 Vgl. de rechtspraak en de literatuur vermeld bij Weller (2002). Zie ook Grundmann-Van de Krol (2004), p. 493-494 die erop wijst dat het voortdurend aanscherpen van informatie- en zorgplichten erin dreigt te resulteren dat (i) onvoldoende recht wordt gedaan aan de eigen verantwoordelijkheid van vooral particuliere beleggers en

a fortiori indien het pensioenfonds de cliënt van financieel advies dient.<sup>83</sup> Voor mijn gevoel gaat het thans nog te ver om de aanbieder van een dc-regeling te *verplichten* een cliëntenprofiel op te stellen. Dit temeer daar de toezichthouder kennelijk vindt dat een dergelijke zorgplicht niet rust op de aanbieder van een unit linked verzekering.<sup>84</sup> Dit laat onverlet dat het mijns inziens aanbeveling verdient dat de aanbieder van een unit linked product (of dat nu een verzekeraar of een pensioenfonds is) zich ervan vergewist of het dc-product past bij de behoeften en financiële draagkracht van de cliënt. Een pensioenfonds dat een pensioenproduct aanbiedt met beleggingskarakteristieken zal moeten voldoen aan effectenrechtelijke eisen. Het lijkt mij waarschijnlijk dat de rechter zal aannemen dat een aanbieder van een dergelijk product zich in 2003 bewust had moeten zijn van de noodzaak een cliëntenprofiel op te stellen, de cliënt te informeren over de beleggingskarakteristieken en te waarschuwen voor risico's.<sup>85</sup> Wat sommigen thans beschouwen als een overdreven vorm van paternalisme wordt over vijf jaar mogelijk als vanzelfsprekend tot de zorgplicht gerekend.<sup>86</sup> Dat betekent dat over vijf jaar aansprakelijkheid (althans verantwoordelijkheid) moet worden aanvaard voor het gedrag van heden. Voor de aanbieder van een dc-regeling betekent dat mijns inziens dat hij bij de cliënt informeert naar zijn beleggingsdoelstelling, of deze een "pensioengat" heeft, of de basispensioenregeling (ook zonder aanvullende voorziening) resulteert in een naar verwachting toereikende pensioenuitkering, of de financiële draagkracht een vrijwillige aanvullende premieafdracht toestaat, of het door de cliënt gekozen beleggingsprofiel past bij de beleggingshorizon van de cliënt. Indien de cliënt beleggingskeuzes maakt die vanuit

---

(ii) vermogensbeheerders instellingen worden van maatschappelijke zorg.

83 Vgl. § 3.2 van het CESR Proposal for the EU regime of investor protection, welk artikel onder meer bepaalt: "The investment firm must communicate the reasons why the advice is considered to be in the best interest of the customers at the time the advice is given."

84 Als ik het goed zie volgt een dergelijke verplichting evenmin uit het ontwerp van Wet actualisering en harmonisatie financiële toezichtswetten, Kamerstukken 28 373.

85 De noodzaak daartoe lijkt mij "kenbaar" gelet op onder meer de gang van zaken rond beleggingsproducten als "Legiolease" en "Winstverdriedubbelaar". Nader over het kenbaarheidsvereiste en zorgplichten: Vranken (1990), p. 213-216. Zie ook DSI 10 december 2003, JOR 2004, 20 en Rb. Amsterdam 12 november 2003, JOR 2004, 14 m. nt. Eisma.

86 Du Perron (2003) heeft reeds bepleit dat het effectenrecht onder omstandigheden paternalistisch behoort te zijn. Daartegen Weller (2003). Zie ook Van Boom (2003) en Hartlief (2003).

professionele optiek onverantwoord zijn (bijvoorbeeld 100% aandelen in het zicht van de pensioengerechtigde leeftijd) is het raadzaam dat de cliënt de daaraan verbonden risico's expliciet - schriftelijk - aanvaardt.<sup>87</sup>

#### *Financiële bijsluiter*

Een dc-regeling beantwoordt in materiële zin aan de definitie van een "complex product" in de zin van het Besluit financiële bijsluiter. Het is "een financiële dienst of een financieel product, opgebouwd uit componenten die behoren tot verschillende soorten financiële diensten of financiële producten en waarvan de waarde van ten minste een der componenten afhankelijk is van de ontwikkeling op financiële markten of andere markten".<sup>88</sup> Een dc-regeling is een pensioenproduct en is opgebouwd uit verzekerings- en beleggingscomponenten. Het beleggingsrisico ligt geheel of ten dele bij de deelnemer. Een pensioenfonds valt echter niet onder het bereik van het Besluit financiële bijsluiter; het hoeft geen bijsluiter te verstrekken bij het dc-product.

De positie van de deelnemer aan een dc-regeling lijkt het meest op de verzekeringnemer van een unit linked verzekeringsproduct. Voor dat verzekeringsproduct is een financiële bijsluiter verplicht gesteld, overeenkomstig het model Wtv 1993 voor beleggingsverzekeringen en spaarkasovereenkomsten. Dit wordt gebruikt voor levensverzekeringsproducten waarbij het beleggingsrisico geheel of deels bij de verzekeringnemer ligt.<sup>89</sup> De informatie die omtrent dat product moet worden verstrekt is ook relevant voor de deelnemer aan een dc-regeling. Uit een oogpunt van "marktconformiteit" doen pensioenfondsden die dc-producten aanbieden er mijns inziens goed aan een bijsluiter op te stellen.<sup>90</sup>

---

87 Vgl. ook de reactie van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") d.d. 8 april 2003 op de consultatie Wet financiële dienstverlening. De AFM bepleit "pensioenproducten met keuzemogelijkheden" onder de reikwijdte van het wetsontwerp te brengen.

88 Artikel 1 onder c. van het Besluit financiële bijsluiter, Stb. 2001, 670.

89 Bijlage 3 bij de Nadere Regeling financiële bijsluiter, Stcrt. 2002, 121.

90 In gelijke zin: Grundmann-Van de Krol (2004, p. 351; impliciet ook Barendrecht (2002), p. 1281. Het belang van deze informatie in het kader van een dc-regeling wordt ook onderkend in de Pensioenrichtlijn. Artikel 11 lid 4 bepaalt: "Iedere deelnemer ontvangt tevens op verzoek duidelijke en wezenlijke gegevens over (...) wanneer de deelnemer het beleggingsrisico draagt, alle beschikbare beleggingsmogelijkheden, indien van toepassing, en de feitelijke beleggingsportefeuille, evenals gegevens over de risicopositie en de kosten in verband met de beleggingen."

Welke informatie zou in die bijsluiter moeten worden opgenomen? Uit de Bijlage 1 bij de Nadere Regeling financiële bijsluiter<sup>91</sup> licht ik de volgende elementen, toegepast op het dc-product:

- Wat houdt het dc-product in?
- Wat zijn de financiële risico's van het product (waaronder specifieke risico's van het product en de omstandigheden waaronder sprake is van een hogere of latere uitkering dan de inleg, dan wel er geen uitkering plaatsvindt, alsmede de mogelijkheid dat een ten tijde van het aangaan van de overeenkomst bestaande gunstige omstandigheid zich wijzigt, denk bijv. aan de fiscale behandeling van het pensioenproduct);
- Waartoe verplicht de deelnemer zich financieel als hij het dc-product koopt?
- Voorbeelden van rendementen en kosten, inclusief de vermelding van voorbeeldwaarden (waardeontwikkeling op basis van respectievelijk pessimistische prognoses, 4% rendement, en historische rendementspercentages) voor de duur tot aan de waarschijnlijke pensioendatum;<sup>92</sup>
- Kan de deelnemer uit het product stappen en wat zijn de gevolgen?
- Wat gebeurt er bij overlijden?
- Welke informatie is van belang voor de inkomstenbelasting?
- Hoe handelt u bij klachten?
- Is een wettelijk garantiestelsel van toepassing (en daarmee samenhangend: de vermelding van eventuele minimum garantie);
- Wie houdt toezicht op de financiële bijsluiter van het pensioenfonds?
- Overige informatie.

Onder de rubriek "Overige informatie" zou mijns inziens in ieder geval aandacht moeten worden besteed aan de ingewikkelde contractuele relatie tussen deelnemer en pensioenfonds. Een dc-regeling is het resultaat van collectieve onderhandelingen tussen één of meer werkgevers en vertegenwoordigers van werknemers. De regeling behelst dikwijls de mogelijkheid dat het bestuur van een pensioenfonds nadere regels stelt met betrekking tot de dc-regeling. Is de deelnemer daaraan op voorhand gebonden? Bovendien kan de regeling worden gewijzigd in hetzelfde collectieve onderhandelingsproces als waarin zij tot stand is gekomen. Zijn de wijzigingen die vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers overeenkomen ook

---

91 Stcrt. 2002, 121.

92 Vgl. artikel 1.1 onder f. van Bijlage 3 bij de NRfb 2002.

van toepassing op de deelnemer die voordien tot de regeling is toegetreden? Voorts is de vastlegging van de contractuele relatie tussen deelnemer en pensioenfonds thans uiterst summier. Dit kan leiden tot onzekerheid indien de deelnemer op de pensioendatum, dikwijls na verloop van veel jaren, inzicht wenst *in* en zich wil beroepen *op* de voorwaarden waaronder hij is toegetreden tot de regeling. Dit lijkt mij voldoende reden om deze onzekerheden te expliciteren in een bijsluiting.

## 6.8 Corporate governance

In dit onderzoek is geen plaats voor een uitvoerige verhandeling over corporate governance.<sup>93</sup> Op deze plaats volsta ik met een bondige uiteenzetting, mede naar aanleiding van "De Nederlandse corporate governance code" die op 9 december 2003 is gepresenteerd.

Pensioenfondsen hebben als lange termijnbeleggers een groot belang bij de stabiliteit van het financiële bestel. Dat kwam reeds aan de orde in § 6.2. Betrouwbare ondernemingsstructuren zijn noodzakelijk voor een duurzame financieringsrelatie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.

De financiële markten werden in de jaren 2000-2003 gekenmerkt door aan het licht tredende boekhoudschandalen en andere gebreken in de corporate governance van ondernemingen.<sup>94</sup> Die hebben het vertrouwen in de beleggingsomgeving ondergraven en een onvoorstelbaar waardeverlies tot gevolg gehad. Het effectenrecht is één van de middelen die worden ingezet om dat vertrouwen te herstellen.<sup>95</sup>

Pensioenfondsen hebben hun verliezen enigszins kunnen beperken door hun gediversificeerde beleggingsportefeuilles. Tegen het marktrisico kan een belegger zich echter onvoldoende wapenen; dit risico bleek bovendien groter dan voor mogelijk werd gehouden.<sup>96</sup>

---

93 Ik heb meer uitgebreid geschreven over dit onderwerp in (1998b), (2000a), (2000b), (2001b) en (2004).

94 De voorbeelden zijn van algemene bekendheid. Ik verwijs ook naar Commissie Tabaksblat (2003), p. 39 en 76.

95 Vgl. onder meer Raaijmakers (2002) en Van Ginneken (2003).

96 Ter illustratie: het in 2002 behaalde beleggingsrendement van ABP was blijkens het Jaarverslag 2002 gelijk aan -7,2%; het rendement op de aandelenportefeuille bedroeg -30,4%. De mogelijke gevolgen van een ontoereikende diversificatie in combinatie met een dc-regeling komen tot uiting in Langbein (2002). Zie ook § 7.7.



De neergang van de aandelenmarkten wereldwijd is één van de oorzaken van de solvabiliteitsproblemen waarmee pensioenfondsen vanaf 2002 zijn geconfronteerd. Daaruit blijkt dat de kwaliteit van de corporate governance niet alleen een steunpilaar is voor het duurzaam voortbestaan van de onderneming maar ook van de beleggingsresultaten van pensioenfondsen en, in het verlengde daarvan, de financierbaarheid van een defined benefit-regeling.<sup>97</sup>

De ervaringen hebben aangetoond dat een slechte corporate governance leidt tot waardevernietiging. Het is daarom minstgenomen aannemelijk dat een goede corporate governance het risico-rendementsprofiel van beleggingen in aandelen verbetert. Institutionele beleggers behoren daarom een corporate governance-beleid te voeren dat is gericht op de bescherming van hun aandelenbezit.<sup>98</sup> Aan zeggenschapsrechten kan waarde worden toegekend die het pensioenfonds behoort te beheren, ten behoeve van de belanghebbenden.<sup>99</sup> Economisch onderzoek toont aan dat een be-

---

97 Vgl. De Kluiver (2003), p. 33. Op die plaats heeft De Kluiver mijns inziens onvoldoende oog voor het verband tussen beleggingsresultaten en de door hem gewenste "gegarandeerde pensioenuitkering". Zie ook Lambert (2003), p. 103-105 die becijfert dat het prijsgeven van 1% beleggingsrendement de kosten van de pensioenregeling verveelvoudigt. Nader over deze hefboomwerking Klein Haneveld (1999), p. 267-273. Vgl. ook Boender, Steenkamp en Vos (2003).

98 Zie ook § 7.7. In het Amerikaanse trustrecht wordt dit reeds langer aanvaard, vgl. Interpretive Bulletin 94-2 (2 ("Avon Products Letter")) van het Department of Labor (de toezichthouder op Amerikaanse pensioenfondsen) waarin bevestigd wordt dat de uitoefening van zeggenschapsrechten "in the best interests of the beneficiaries" wordt beschouwd als een "fiduciary function": "The Department believes that, where proxy voting decisions may have an effect on the value of the plan's underlying investment, plan fiduciaries should make proxy voting decisions with a view to enhancing the value of the shares of stock, taking into account the period over which the plan expects to hold such shares. Similarly, in certain situations it may be appropriate for a fiduciary to engage in activities intended to monitor or influence corporate management if the fiduciary expects that such activities are likely to enhance the value of the plan's investment. (...) Active monitoring and communication may be carried out through a variety of methods including by means of correspondence and meetings with corporate management as well as by exercising the legal rights of a shareholder."

99 In gelijke zin Verdam (rede 2003), nr. 45: "Zeggenschapsrechten zijn mijns inziens te beschouwen als 'asset' als onderdeel van de totale waarde die de aandelen vertegenwoordigen. Gelijk de aandelen zelf, zullen de zeggenschapsrechten op zorgvuldige wijze moeten worden beheerd." Verdam voegt daar terecht aan toe dat zorgvuldig 'beheer' vergt dat ook aandacht wordt besteed aan de kosten van een daadwerkelijk gebruik van die rechten en de baten die daarvan redelijkerwijs mogen worden verwacht.

leggingsstrategie die geënt is op corporate governance-karakteristieken beleggers veel voordeel kan opleveren.<sup>100</sup>

Anno 2004 mag worden geconcludeerd dat beleidsmakers het belang van een actief corporate governance beleid door institutionele beleggers onderschrijven.<sup>101</sup> De Commissie Tabaksblad spoort beleggers aan om druk uit te oefenen op ondernemingen, zodat zij hun corporate governance overeenkomstig de beste praktijken inrichten. De rechten van aandeelhouders zijn echter nog vaak ontoereikend om dit met kracht te kunnen doen. Om die reden vraagt de Commissie Tabaksblad aan de wetgever om de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders te versterken.

Ik vind dat een goede ontwikkeling. Dat neemt niet weg dat bij de benadering van de Commissie Tabaksblad vanuit de optiek van een pensioenfonds kanttekeningen kunnen worden geplaatst. Ik noem er twee.

De Commissie is (vanuit haar positie begrijpelijk) uitgegaan van het in Nederland geldende uitgangspunt dat bestuur en raad van commissarissen de verantwoordelijkheid hebben een veelheid van belangen af te wegen, gericht op de continuïteit van de onderneming.<sup>102</sup> Het is inherent aan dit "stakeholders-model" dat de onderneming verscheidene doelstellingen heeft. Het is aannemelijk dat dit ten koste gaat van de financiële prestaties van de onderneming en een heldere verantwoordingsplicht richting aandeelhouders.<sup>103</sup> Dat lijkt mij niet in het belang van het pensioenfonds als aandeelhouder.

---

100 Vgl. Bauer en Günster (2003). Zie ook Bauer, Günster en Otten (working paper 2003); Gompers, Ishii & Metrick (2003). Mijns inziens gaat Verdam (rede 2003), nr. 5 en (2003), p. 119 wat gemakkelijk voorbij aan die resultaten.

101 Vgl. de pre-ambule alsmede Principe IV.4 van Commissie Tabaksblad (2003) alsmede High Level Group (2002), p. 61, waarin de aanbeveling is opgenomen dat institutionele beleggers aan hun belanghebbenden verantwoording afleggen over het beheer van de aan hun beleggingen verbonden zeggenschapsrechten. Zie ook ICGN (2003).

102 Commissie Tabaksblad (2003), Pre-ambule, nr. 3.

103 Vgl. Cools en Van Praag (2001), p. 644 e.v. Volgens Rickford (2002) wordt in de UK algemeen aanvaard dat de *ava* als correctiemechanisme moeilijk te verenigen is met het stakeholdersmodel (de "pluralist approach"): "If the principle that shareholders were entitled (at least ultimately) to appoint, reward, discipline and dismiss directors according to their own self interest was retained and yet combined with rules under which directors were obliged to serve the interests of others, the result would clearly be inconsistent and put directors into an impossible position."

De Commissie schrijft dat de institutionele beleggers een verantwoordelijkheid hebben om op zorgvuldige en transparante wijze te beoordelen of zij gebruik willen maken van hun rechten als aandeelhouder, niet alleen jegens hun achterliggende begunstigden maar ook jegens de vennootschappen waarin zij beleggen.<sup>104</sup> Als daaruit wordt afgeleid dat een pensioenfonds *andere* belangen zou moeten dienen die nevensgeschikt zijn aan de belangen van zijn begunstigden, dan is dat in strijd met de fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds.

Gelet op zijn beleggingshorizon zou een pensioenfonds mijns inziens moeten uitdragen dat een onderneming behoort te streven naar maximale aandeelhouderswaarde op lange termijn.<sup>105</sup> Dit vereist volgens Rickford dat de onderneming een goed beheer voert over "the modern asset mix". Daarmee doelt hij op *alle* "assets & liabilities" van een onderneming; niet alleen die activa en passiva die op de balans worden vermeld, maar het gehele complex van factoren waaraan (positieve of negatieve) waarde kan worden toegekend. Denk bijvoorbeeld aan de kwaliteit van het personeel, het belang dat de onderneming toekent aan research, de relaties met leveranciers en afnemers, de waarde van het merk, de invloed van de onderneming op het milieu en sociale verhoudingen.<sup>106</sup> Een betrouwbare inrichting van de corporate governance kan daartoe eveneens worden gerekend. Rickford spreekt in dit verband in termen van "enlightened shareholder value".<sup>107</sup> Daarmee wordt een brug geslagen tussen het "stakeholder-model" en het "shareholdervalue-model", voor zover dat gericht is op korte termijn-resultaten.

Pensioenfondsen staan voor de uitdaging om de moderne asset mix te waarderen in financiële kengetallen. De eerste stappen in die richting worden gezet.<sup>108</sup>

---

104 Commissie Tabaksblat (2003), Principe IV.4.

105 Ik merk op dat dit bij een dc-regeling onder omstandigheden anders kan liggen; denk aan de individuele dc-deelnemer die vlak voor zijn pensionering staat.

106 Rickford (2002), p. 327.

107 Rickford (2002), p. 330.

108 Vgl. Derwall, Günster, Bauer en Koedijk (working paper 2003).

## 6.9 Pension (fund) governance

### 6.9.1 Inleiding

Governance heeft van doen met transparantie, toezicht, verantwoording en zeggenschap. In relatie tot een pensioenfonds kan onderscheid worden gemaakt tussen de governance over de pensioenregeling ("pension governance") en de governance over het pensioenfonds ("pension fund governance"). De twee liggen in elkaars verlengde en zijn op onderdelen met elkaar verweven.<sup>109</sup> Governance houdt verband met risico; degene die uiteindelijk het financiële risico draagt van een bepaalde (economische) activiteit (de "residual claimant" c.q. degene die het "residual risk" draagt) dient invloed te kunnen uitoefenen op de zeggenschap over die activiteit.<sup>110</sup>

Van veel kanten klinken signalen dat de *pension* governance (de inhoud en de financiering van de pensioenregeling, de verkrijging van pensioenrechten en de risicoverdeling) en de *pension fund* governance (de bestaande organisatiestructuur van pensioenfondsen) onvoldoende beantwoordt aan hedendaagse eisen. Er is onder meer kritiek op de "fairness van de pension deal", de professionaliteit van pensioenfondsen en de wijze waarop toezicht op het bestuur en de medezeggenschap van belanghebbenden bij een pensioenfonds zijn geregeld.<sup>111</sup> Mijns inziens is er aanleiding te bezien of de rolverdeling tussen opdrachtgever en opdrachtnemer bij de totstandkoming van de pensioenovereenkomst (althans de vermenging van verantwoordelijkheden) voldoende recht doet aan de autonome rol van het pensioenfonds.<sup>112</sup>

Eén van de complicerende factoren bij een pensioenfonds is dat de risicoverdeling tussen de werkgever(s), deelnemers, pensioengerechtigden en toekomstige generaties zo diffuus én divers is. Een dc-regeling waarbij het

---

109 Nader over dit onderwerp Ambachtsheer en Ezra (1998).

110 Vgl. Besley & Prat (working paper 2003), p. 3, 22, 27; Lakonishok, Shleifer & Vishny (1992) p. 340-342; Rickford (2002), p. 329.

111 Zonder te streven naar volledigheid verwijs ik naar het Wetsontwerp bestuursstructuur pensioenfondsen, Kamerstukken II, 28 254; Rutte (2003), Depla (2004) en Klopper (2004); De Lange (1997).

112 Dit vindt zijn oorzaak in het feit dat vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers in twee hoedanigheden optreden: zij onderhandelen over de inhoud van de opdracht (het pensioen als arbeidsvoorwaarde) en beslissen over aanvaarding van de opdracht (namens het pensioenfonds). Vgl. de bijdrage van A.A.C.M. Quix in Kuné (red.) (2002), p. 102-103. Vgl ook § 4.4.2.

beleggingsrisico ligt bij de deelnemer versus een db-regeling waarbij dit risico wordt gedragen door de werkgever(s), is in dit verband een belangrijk onderscheid doch tegelijk een simplificatie van de problematiek.<sup>113</sup>

Bij het beleggingsbeleid van pensioenfondsen leidt het vraagstuk rond de governance tot "eigenaardige" problemen. Die houden verband met de grote financiële belangen, het specialistische karakter van het vermogensbeheer, belangenconflicten tussen opdrachtgever en opdrachtnemer op verschillende niveau's in het beleggingsproces en de voortdurende fricties die het gevolg zijn van het streven naar maximale korte- en lange-termijn beleggingsresultaten.<sup>114</sup>

Niet omstreden lijkt mij de opvatting dat de eisen aan de beleggingsorganisatie een afgeleide zijn van de overheersende doelstelling van een pensioenfonds: de voldoening van de aanspraken die deelnemers kunnen ontleen aan een pensioenregeling. Door de OECD wordt dit aangeduid als "the overriding objective" van het pensioenfonds.<sup>115</sup> Anders gezegd: het pensioenfonds moet duurzaam bijdragen in de financiële behoeften van gewezen deelnemers die door ouderdom of invaliditeit niet langer een inkomen uit huidige arbeid verwerven. Zowel de PSW als de Pensioenrichtlijn beogen dit veilig te stellen.<sup>116</sup> Het pensioenfonds zal daartoe een zo hoog mogelijk rendement moeten behalen binnen vastgestelde risicokaders waarin de verplichtingenstructuur uiteraard is verdisconteerd.<sup>117</sup>

---

113 Uitvoerig daarover Frijns (2003) die ingaat op het economisch spel tussen sponsors van een pensioenfonds, deelnemers en toezichthouders die het eens moeten worden over - bij voorkeur - een win-win situatie als het om hun pensioenregeling gaat (een "Pareto-optimale oplossing"). Dergelijke oplossingen zijn echter vrijwel niet te bereiken en indien al bereikt niet duurzaam. Frijns noemt dit "een zeer ingewikkeld spel omdat er minimaal drie spelers zijn. In werkelijkheid is de complexiteit nog veel groter omdat de groep sponsors en deelnemers niet homogeen is." Zie ook § 2.8.

Zie ook Bijkerk en Schuurman (2003), p. 28-34 waar het probleem wordt besproken van de belangentegenstellingen tussen deelnemers, pensioengerechtigden en toekomstige generaties, welke laatste categorie niet aan de onderhandelingstafel zit.

In SER (2001), p. 107 wordt het probleem aangestipt in het kader van de vraag wie gerechtigd is tot de overschotten resp. draagplichtig is voor de tekorten van een pensioenfonds. De SER legt dit probleem neer bij de opsteller van de "opdrachtbrief". Het initiatief wetsontwerp "bestuursstructuur pensioenfondsen" (Kamerstukken II, 28 354) gaat mijns inziens voorbij aan de complexiteit van het probleem.

114 Nader over deze vragen Myners (2001), alsmede Lakonishok, Shleifer & Vishny (1992).

115 Artikel 2 van de OECD "Guidelines for Pension Fund Governance" (2002).

116 Tulfer (1997), nr. 29; zie ook punt 6 pre-ambule Pensioenrichtlijn.

117 Artikel IV.1 van de ABP Code voor zorgvuldig beleggingsbeleid 2000.

Elke andere doelstelling dreigt een defined benefit-regeling onbetaalbaar te maken en is niet in het belang van de begunstigden.<sup>118</sup>

Met het oog op deze doelstelling moet het pensioenfonds kunnen beschikken over beleggingsexpertise om zelf het gehele beleggingsproces te kunnen beheersen.<sup>119</sup> In dit verband rijst de vraag welke norm het pensioenfonds moet hanteren. In § 4.4.1 zagen we dat naar Nederlands recht de deskundigheid van een opdrachtnemer medebepalend is voor de eisen die aan hem worden gesteld. Aan een professionele opdrachtnemer die zich laat voorstaan op zijn deskundigheid worden hogere eisen gesteld dan aan de opdrachtnemer die belooft te zullen presteren naar gelang zijn subjectieve vermogen toereikend is. Van een professionele opdrachtnemer wordt verlangd dat de kwaliteit van zijn prestaties ten minste voldoet aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwaam en redelijk handelend vakgenoot.<sup>120</sup> Aangezien de meeste pensioenfondsen, op grond van daarvoor geldende formele criteria, kwalificeren als professionele beleggers (en zij zich op die professionaliteit laten voorstaan) zal de meetlat hoog liggen.<sup>121</sup> Voor alle pensioenfondsen geldt bovendien dat ze de adviezen

---

<sup>118</sup> Impliciet wordt dit ook door de PVK onderschreven in de Beleidsregel "Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen" van 30 september 2002 en daarop volgende "Nadere informatie", te downloaden via [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl). Vgl. ook PVK consultatie continuïteitstoets d.d. 17 september 2003. In de Anglo-Amerikaanse literatuur is onomstreden dat voor de trustees van een pensioenfonds het financiële belang van de beneficiaries onder alle omstandigheden moet prevaleren. Dit volgt uit de in hoofdstuk 7 te bespreken "solely in the interest rule". Vgl. Langbein & Wolk (2000), p. 844-850; Langbein & Posner (1980), p. 96-104; DoL Advisory Opinion 98-04A; Restatement Trusts third (1992), p.139; Galer (2002), p. 48, alsmede de toelichting bij Section 8 (a)(5) van de Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act (1997).

<sup>119</sup> Het belang daarvan vindt ook erkenning in artikel 9 lid 1 (b) van de Pensioenrichtlijn.

<sup>120</sup> Frielink (2002b), p. 41: "een vermogensbeheerder [behoort] te handelen zoals in redelijkheid mag worden verlangd van een over voldoende inzicht en ervaring beschikkende vermogensbeheerder die zijn taak met nauwgezetheid en inzet verricht."

<sup>121</sup> De professionele belegger wordt omschreven als de natuurlijke persoon of rechtspersoon die beroeps- of bedrijfsmatig handelt of belegt in effecten (artikel 2 lid 1 Vrijstellingsregeling Wte 1995) respectievelijk in beleggingsobjecten (artikel 1 Uitvoeringsregeling ex artikel 14 Wtb). Als professioneel beleggers in de zin van artikel 43 NRgt 2002 worden - kort gezegd - beschouwd: effecteninstellingen, kredietinstellingen, beleggingsinstellingen, andere financiële instellingen, pensioenfondsen en verzekeraars met een belegd vermogen van ten minste \_ 25 miljoen, centrale overheden, internationale en supranationale publiekrechtelijke organisaties, en rechtspersonen met een balanstotaal van ten minste \_ 500 miljoen of een belegd vermogen van ten minste \_ 25 miljoen. Zie ook artikel 1 onder e. van de Vrijstellingsregeling Wtk 1992, Stcrt. 26 juni 2002, 120 (Stcrt. 2003, 78).

kunnen invoeren van professionele consultants en vermogensbeheerders. In relatie tot pension fund governance rijzen hier (ten minste) twee lastige vragen:

1. Hoe vindt een pensioenfonds het juiste evenwicht tussen de inrichting van een eigen beleggingsorganisatie en de mate van uitbesteding.
2. Welke deskundigheid wordt geleverd van het pensioenfondsbestuur dat de eindverantwoordelijkheid draagt voor het functioneren van het pensioenfonds.

Ik zal in de volgende paragrafen proberen een aanzet te geven voor de beantwoording van deze vragen.

### *6.9.2 Evenwichtige uitbesteding*

Het zoeken van een juist evenwicht tussen "zelf doen" en "uitbesteden" hangt samen met "governance": wie is waarvoor verantwoordelijk, hoe zijn toezicht, transparantie, verantwoording en zeggenschap geregeld. Als een zelfadministrerend pensioenfonds de ambitie heeft een professionele beleggingsorganisatie in stand te houden, zullen de bestuurders van het pensioenfonds in staat moeten zijn voor het functioneren daarvan de verantwoordelijkheid te dragen. Gevoegd bij zijn verantwoordelijkheid voor de andere kerntaken (pensioenadministratie en informatieverstrekking), zal een niet professionele bestuurder die zijn bestuurstaak als nevenfunctie in deeltijd vervult, moeilijk aan die eisen kunnen voldoen. Het is eveneens de vraag of deze governance toereikend is voor een separaat werkend pensioenfonds dat nagenoeg alle kernactiviteiten uitbesteedt.

Een directie die belast is met de dagelijkse leiding van het pensioenfonds kan een eventueel tekort aan deskundigheid op bestuursniveau tot op zekere hoogte compenseren. PSW en PVK gaan uit van die veronderstelling, door bestuurders en directieleden tezamen aan te duiden als beleidsbepalers; hun "cumulatieve" kennis en vaardigheden moeten toereikend zijn om leiding te geven aan het pensioenfonds. Een beleidsbepaler is echter geen begrip dat erkenning vindt in het rechtspersonenrecht. Het bestuur van de stichting is belast met het besturen en is verantwoordelijk.<sup>122</sup> Indien (in overeenstemming met de aanbevelingen van de Commissie Tabaksblad)

---

<sup>122</sup> Artikel 2:291 lid 1 BW. In gelijke zin de OECD Guidelines for Pension Fund Governance (2002), in het bijzonder de toelichting bij "Governing Body"; De Kluiver (1997), p. 18-19. Zie ook § 5.5, 5.6.3 en 5.7.

geoordeeld wordt dat een lid van het toezichthoudend orgaan van een beursvennootschap geschikt moet zijn om de hoofdlijnen van het totale beleid te beoordelen en daarenboven dient te beschikken over specifieke deskundigheid die hem meerwaarde verleent ten opzichte van zijn collega's, dan ligt het niet voor de hand om lagere eisen te stellen aan een lid van het bestuursorgaan van een pensioenfonds.<sup>123</sup> Als de bestuurder van een pensioenfonds daartegen zou inbrengen dat hij *de facto* een non-executieve rol vervult, dan legt hij daarmee een zwakte bloot in de bestuursstructuur van het pensioenfonds: de materiële werkelijkheid sluit niet aan bij de formele verantwoordelijkheid.<sup>124</sup> Dit is aanleiding de governance van het pensioenfonds te heroverwegen; ik kom daarop terug in de volgende paragraaf.

De kwaliteiten van de gezamenlijke beleidsbepalers vormen een belangrijke factor bij de afweging of het pensioenfonds een eigen vermogensbeheerorganisatie in stand wil houden, dan wel deze activiteit wil uitbesteden. Daarnaast spelen andere factoren een rol:<sup>125</sup>

- uitbesteding geeft flexibiliteit; het is eenvoudiger een contract te sluiten en te beëindigen dan een eigen werkorganisatie in te richten en te ontmantelen;
- een commerciële opdrachtnemer staat bloot aan de "tucht van de markt"; dit kan zowel bijdragen aan betere beleggingsprestaties als aan een objectieve beoordeling daarvan;
- de beleggingsexpertise is een schaars goed op wereldniveau. Indien een lokaal werkend Nederlands pensioenfonds in staat is de vereiste professionals aan te trekken, kan dat alleen tegen arbeidsvoorwaarden die afwijken van die van de overige werknemers in dienst van de pensioenfondsonderorganisatie;

---

123 Vgl. § 6.3. Overigens moet uit deze parallel niet worden geconcludeerd dat ik zou vinden dat aanbevelingen voor de "governance" van een kapitaalvennootschap zonder meer kunnen worden getransponeerd naar een pensioenfonds.

124 De bestaande frictie tussen de formele verantwoordelijkheid van de bestuurder en de feitelijke invulling van die rol komt onder meer tot uitdrukking bij Van Vliet (2003); Ten Wolde (2003); Korteweg (2003) en in "Goed pensioenbestuur stevig op agenda", in Het Financieele Dagblad van 10 december 2003.

125 De opsomming is voor een deel ontleend aan J.M.G. Frijns, ABP Strategisch Beleggingsplan 2004-2006, p. 42-43. Zijn waarnemingen lijken overeen te komen met een onderzoeksrapport "Revolutionary shifts, evolutionary responses" van "Create" en KPMG, vgl. het artikel "Openbare biecht vermogensbeheerders" in Het Financieele Dagblad van 27 juni 2003.



- de mogelijkheden tot uitbesteding zijn niet onbegrensd. Het uitbestedende pensioenfonds behoudt een zekere verantwoordelijkheid voor de gedragingen van de opdrachtnemer. Dat vloeit voort uit de fiduciaire verantwoordelijkheid die het pensioenfonds draagt ten opzichte van zijn eigen opdrachtgever(s). Bovendien rust op het pensioenfonds in beginsel een vergaande aansprakelijkheid voor de gedragingen van hulppersonen.<sup>126</sup>

De nadelen van extern vermogensbeheer vloeien voornamelijk voort uit het ontbreken van belangenparalellie tussen de commerciële vermogensbeheerder en het pensioenfonds:

- de beheerder zal zijn kennis van en zijn toegang tot illiquide markten zoals private equity en hedge funds zo duur mogelijk willen verkopen. De meerwaarde van beleggingen in die markten wordt daardoor afgeroomd, ten koste van het door het pensioenfonds te behalen rendement;
- de beheerder die zich begeeft op liquide markten hanteert een kortere tijdshorizon dan een pensioenfonds. Hij is meer gericht op korte termijn resultaten;<sup>127</sup>
- de commerciële aard van de dienstverlening leidt tot verstarring in het aanbod van financiële producten. Dit wordt steeds meer gedreven vanuit commerciële overwegingen in plaats van beleggingstechnische redenen;
- de vaste kosten van de commerciële beheerder zijn noodgedwongen hoog vanwege de aandacht die moet uitgaan naar sales & marketing en de extra compliance-inspanning die voortvloeit uit de relatie opdrachtgever-opdrachtnemer en het effectentypisch toezicht. Geschat wordt dat extern beheer circa drie keer zo duur is als "intern manage-

---

126 Artikel 6:76 BW. De Hoge Raad heeft echter het toepassingsbereik van dit artikel beperkt: de kring van personen waarop art. 6:76 BW betrekking heeft, moet niet ruim worden getrokken. Zij moet voorts worden beperkt tot personen van wie de hulp wordt gebruikt bij de uitvoering van de verbintenis ten aanzien waarvan de aansprakelijkheid in het geding is. Vgl. HR 14 juni 2002, NJ 2002, 495 (Geldnet).

127 Een groot nadeel van IAS 19 kan zijn dat ook pensioenfonds een kortere beleggingshorizon moeten gaan hanteren, om zodoende het risico te beperken dat de beleggingsresultaten grote invloed hebben op de financiële resultaten van de werkgever. Dit geldt vooral voor ondernemingspensioenfonds. Vgl. § 2.8.1.

ment".<sup>128</sup> Deze schaalvoordelen worden echter slechts behaald bij een belegd vermogen van een zekere omvang.

### 6.9.3 "New pension (fund) governance"

Mijn voorstel zou zijn na te denken over een nieuwe organisatiestructuur van het pensioenfonds die beantwoordt aan de eisen die voortvloeien uit de Pensioenrichtlijn, het rechtspersonen- en effectenrecht, de overeenkomst van opdracht en bepaalde principes en aanbevelingen uit de Code Tabaks-  
blat.

Mijns inziens behoort het orgaan dat formeel verantwoordelijk is voor de leiding van het pensioenfonds *de facto* leiding te geven. De leden van dit orgaan dienen deskundig te zijn.<sup>129</sup> Er dient een goede regeling te zijn van het toezicht *op* en de verantwoording *door* het bestuur. Mede uit een oogpunt van continuïteit zou ik deze organisatie bij voorkeur willen vormgeven in een stichting.<sup>130</sup>

Het lijkt mij waardevol een formele vertrouwensband te handhaven tussen een leidinggevend orgaan van het pensioenfonds en de belanghebbenden (dan wel hun vertegenwoordigers).<sup>131</sup>

---

128 Een uitzondering op deze regel vormen indexbeleggers zoals Barclays en State Street die door de omvang van de door hen beheerde portefeuilles, hun technologie en hun mogelijkheden tot "inhouse matching" van vraag en aanbod ongeëvenaard efficiënt kunnen werken.

129 Artikel 9 lid 1 onder b. van de Pensioenrichtlijn bepaalt dat het pensioenfonds "daadwerkelijk wordt bestuurd door personen van goede reputatie die zelf over voldoende beroepskwalificaties en beroepservaring beschikken of adviseurs in dienst hebben met toepasselijke beroepskwalificaties en beroepservaring". Zie ook § 6.3.

130 Vgl. § 5.3. In aanvulling op de daar genoemde argumenten merk ik op dat handhaving van de stichting mijns inziens de psychologische drempel verlaagt om een nieuw organisatiemodel te aanvaarden. Bovendien is continuïteit juridisch van groot belang in verband met de gerechtigdheid tot bestaande beleggingen, vooral ook in het buitenland. De Lange (1997) heeft gepleit voor het pensioenfonds in de vorm van een onderlinge waarborgmaatschappij, vgl. § 5.3.

Als alternatief voor de stichting zou kunnen worden gedacht aan het pensioenfonds als rechtspersoon *sui generis*, die zijn rechtspersoonlijkheid ontleent aan de Pensioenwet. Bij de invoering van de Pensioenwet zouden alle bestaande pensioenfondsen van rechtswege kunnen worden omgezet in een pensioenfonds *sui generis*. De omzetting beëindigt het bestaan van de rechtspersoon niet (artikel 2:18 lid 8 BW). Gelet op de territoriale werking van de overgang onder algemene titel leidt dit echter tot veel problemen met beleggingen in het buitenland.

131 Vgl. § 6.3.

Belanghebbenden dienen aanmerkelijke invloed te hebben in het pensioenfonds omdat zij het economisch risico dragen. Zij moeten kunnen beschikken over correctiemiddelen, indien het pensioenfonds andere belangen dient dan hún belangen.<sup>132</sup> Voorts verdient het de voorkeur het aantal opdrachtgever-opdrachtnemer-relaties zoveel mogelijk te beperken. "Agency-verhoudingen" leiden tot belangenconflicten en onnodige "costs of monitoring".<sup>133</sup>

De "governance" van het pensioenfonds zouden we kunnen uitwerken langs de volgende hoofdlijnen:

- het pensioenfonds is een rechtspersoon. De rechtspersoon heeft als belangrijkste organen een bestuur en een college van belanghebbenden;<sup>134</sup>
- het pensioenfonds handelt in het belang van de belanghebbenden. In geval van mogelijke tegenstrijdige belangen prevaleert het belang van de begunstigden;<sup>135</sup>
- het pensioenfonds als vermogensbeheerder streeft naar een zo hoog mogelijk rendement, binnen vastgestelde risicokaders;
- het pensioenfonds wordt daadwerkelijk geleid door het bestuur. Het bestuur heeft de dagelijkse leiding; het is verantwoordelijk voor de realisatie van de doelstellingen van het pensioenfonds, de strategie en het beleid en de daaruit voortvloeiende prestaties van het pensioenfonds. De bestuurders voldoen aan deskundigheidseisen;<sup>136</sup>
- het bestuur wordt benoemd en ontslagen door het college van belanghebbenden;

---

132 Dit volgt mijns inziens uit de risicoverdeling (vgl. § 6.9.1) én uit de overeenkomst van opdracht. De belanghebbenden die van het pensioenfonds nakoming kunnen vragen van de verbintenissen die uit de overeenkomst van opdracht voortvloeien, dienen de prestaties van de opdrachtnemer te beoordelen en daaraan consequenties te kunnen verbinden, vgl. § 4.4.2.

133 Vgl. § 1.5, 4.5 en 2.10.2.

134 Met deze benaming kan worden benadrukt dat het college van belanghebbenden bevoegdheden heeft die verder strekken dan een toezichhoudende en/of adviserende rol. Om die reden heb ik niet gekozen voor "raad van toezicht". De benaming "raad van commissarissen" lijkt mij ongewenst omdat die gemakkelijk leidt tot identificatie met het vennootschapsmodel.

135 Vgl. artikel 18 lid 1 Pensioenrichtlijn.

136 Vgl. Commissie Tabaksblat (2003), Principe II.1 alsmede artikel 9 lid 1 onder b. van de Pensioenrichtlijn. Zie ook § 5.6.3, 5.7 en 5.9.

- het college van belanghebbenden bestaat uit vertegenwoordigers<sup>137</sup> van de belanghebbenden bij het pensioenfonds.<sup>138</sup> Onder de vertegenwoordigers van de begunstigen zijn personen die de belangen behartigen van deelnemers, slapers, pensioengerechtigden én toekomstige generaties.<sup>139</sup>
- het pensioenfonds is bij voorkeur zelfadministrerend, ter beperking van belangenconflicten.<sup>140</sup> Integratie van management en vermogen in één rechtspersoon is tevens wenselijk voor een heldere verdeling van bevoegdheden en verantwoordelijkheden;<sup>141</sup>
- belangrijke bestuursbesluiten zijn onderworpen aan de goedkeuring van het college van belanghebbenden. Daartoe reken ik besluiten tot:
  - a. aanvaarding van de pensioenopdracht en wijziging van die opdracht;<sup>142</sup>
  - b. vaststelling en wijziging van de statuten en reglementen van de rechtspersoon;

---

137 De wijze waarop vertegenwoordigers moeten worden geselecteerd of verkozen lijkt mij een uitwerkingsprobleem. Het ligt voor de hand organisaties van werkgevers en werknemers daarbij te betrekken, in het bijzonder bij bedrijfstakpensioenfonds. De door mij voorgestane organisatie staat enigszins op gespannen voet met het voor de stichting geldende ledenverbod, vgl. § 5.2. Pitlo-Raaijmakers (2000), nr. 8.06 lijkt hier niet zwaar aan te tillen.

138 Als de werkgever het volledige beleggingsrisico draagt van een defined benefit-regeling zou hij in mijn gedachten recht kunnen doen gelden op evenveel zetels als de begunstigen. Als hij elk belang bij de financiële resultaten van het pensioenfonds heeft verloren (hij heeft het beleggingsrisico geheel verlegd naar de begunstigen) lijkt het mij verdedigbaar zijn positie in het college van belanghebbenden terug te brengen tot een minderheid. Mijns inziens blijft de aanwezigheid van de werkgever(s) in het college van belanghebbenden - ook in die situatie - waardevol, vanwege de relatie tussen de pensioenvoorziening en de arbeidsverhouding. Die aanwezigheid benadrukt dat de werkgever daarvoor medeverantwoordelijkheid draagt.

139 Het lijkt mij denkbaar om de belangen van de toekomstige generaties in het college van belanghebbenden te laten behartigen door een "trustee". Vgl. de positie van de bijzondere curator die de belangen van het ongeboren kind behartigt (artikel 1:2 jo. 1:212 BW). Toekomstige generaties behoeven niet vertegenwoordigd te zijn in het college van belanghebbenden als het pensioenfonds uitsluitend een defined contribution-regeling uitvoert.

140 Of dit mogelijk is hangt onder meer af van schaalgrootte, omstandigheden op de arbeidsmarkt, het voorgestane beleggingsbeleid.

141 De splitsing tussen enerzijds zeggenschap over het vermogen en anderzijds beheer van het vermogen, zoals dat het geval is in een separaat werkend pensioenfonds, leidt mijns inziens tot diffuse verantwoordelijkheden, versnippering van managementcapaciteit en een onnodige cumulatie van potentiële belangenconflicten.

142 Zie de toelichting aan het slot van deze paragraaf.

- c. fusie, ontbinding en andere voornemens die de identiteit of het karakter van het pensioenfonds wijzigen;<sup>143</sup>
  - d. vaststelling van het beloningsbeleid;
  - e. vaststelling van het strategische beleid, het risicoprofiel van het pensioenfonds en de asset-allocatie;<sup>144</sup>
  - f. vaststelling van beleggingsplannen;
  - g. uitbesteding van kerntaken;
  - h. vaststelling van de begroting en de jaarrekening;
  - i. toepassing van sturingsmechanismen tot herstel van de dekkingsgraad;<sup>145</sup>
  - j. het verrichten van rechtshandelingen waarbij tegenstrijdige belangen van bestuurders een rol spelen;
  - k. investeringen (niet zijnde beleggingen) die een bepaald bedrag te boven gaan.
- De restbevoegdheden (de bevoegdheden die door de wet of de statuten niet aan het college van belanghebbenden of een ander orgaan zijn opgedragen) komen toe aan het bestuur.
  - De rechtspersoon heeft een vergunning om als pensioenfonds werkzaam te zijn.<sup>146</sup> De beoordeling van de aanvraag tot verkrijging van de vergunning behelst onder meer een toets op de hierboven vermelde hoofdlijnen van de "governance".

Een voorwaarde voor het welslagen van dit model is mijns inziens dat het aantal pensioenfondsen wordt gedecimeerd.<sup>147</sup> Dit stelt pensioenfondsen in staat te professionaliseren, het risicodraagvlak te vergroten en schaalvoordelen te behalen, niet in de laatste plaats op het gebied van het vermogensbeheer; die doelstellingen kunnen volgens mij niet worden gerealiseerd met meer dan 800 pensioenfondsen.<sup>148</sup> Dit zal vooral consequenties hebben voor het aantal ondernemingspensioenfondsen; die zouden kunnen opgaan in sectorfondsen. Dit vereist een zekere uniformering van een

---

143 Vgl. principe IV.1 van de Code Tabaksblat (2003).

144 Ook wel aangeduid als "mismatch risico" of "totaal risico": het risico dat de beleggingsresultaten op fondsniveau afwijken van de gewenste vermogenssamenstelling

145 Premieverhoging, wijziging beleggingsbeleid, korting van pensioenaanspraken en -rechten van begunstigden. Vgl. § 6.4.

146 Vgl. artikel 19 lid 1 onder a. Pensioenrichtlijn.

147 Vgl. over daarbij rijzende problemen: Lutjens (1998b).

148 Per 1 januari 2003 waren in Nederland 858 pensioenfondsen geregistreerd. Vgl. PVK Pensioenmonitor (2003), p. 9. Vgl. Van Eykelenburg (2003).

"basis-pensioenvoorziening", aan te vullen met ondernemings specifieke regelingen.<sup>149</sup>

In dit model is een vertegenwoordiging van begunstigden in het bestuur van het pensioenfonds overbodig en onwenselijk. Overbodig omdat zij gerepresenteerd zijn in het orgaan dat de ultieme zeggenschap heeft (het college van belanghebbenden). Onwenselijk omdat één van de doelstellingen van dit model is het pensioenfonds te voorzien van *deskundige* leidinggevenden.<sup>150</sup>

Het bestuursbesluit tot aanvaarding en wijziging van de pensioenopdracht behoeft in mijn visie de goedkeuring van het college van belanghebbenden. Dat vergt een toelichting.

Tussen werkgevers(organisaties) en werknemers(organisaties) wordt onderhandeld over de pensioenvoorziening. Aangezien pensioen een arbeidsvoorwaarde is, zou ik menen dat de inhoud van de pensioenregeling primair de verantwoordelijkheid is van werkgevers en werknemers (bij een ondernemingspensioenfonds) respectievelijk hun belangenorganisaties (bij bedrijfstakpensioenfonds).<sup>151</sup>

De werkgever respectievelijk de belangenorganisaties wenden zich vervolgens met het onderhandelingsresultaat tot het pensioenfonds met het verzoek dit resultaat uit te voeren; het pensioenfonds krijgt een aanbod tot het sluiten van een pensioenovereenkomst.

Als het pensioenfonds dat aanbod aanvaardt, verbindt hij zich de pensioenovereenkomst te vertalen in een of meer pensioenreglementen, de in dat kader verschuldigde premies te innen en te beleggen, de pensioenuitkeringen te verrichten en de belanghebbenden te informeren. Het pensioenfonds zal het aanbod niet aanvaarden als hij van oordeel is dat het onderhandelingsresultaat niet naar behoren kan worden uitgevoerd, bijvoorbeeld omdat de financiering daarvan niet op orde is.<sup>152</sup>

---

149 Het ligt voor de hand dat deze ondernemings specifieke regelingen veelal een dc-karakter zullen hebben waaraan op vrijwillige basis kan worden deelgenomen.

150 Aanvaarding van het initiatief wetsontwerp "bestuursstructuur pensioenfonds" (Kamerstukken II, 28 354) is in strijd met deze doelstelling en lijkt mij daarom niet aan te bevelen.

151 Over de bij de opdracht betrokken partijen, zie § 3.9. Zie ook Lutjens (2000).

152 Deze benadering sluit aan bij de verantwoordelijkheidsverdeling zoals de regering die voor ogen staat in de hoofdlijnen van een nieuwe Pensioenwet, vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr.1. Zie ook SER (2001), p. 94-98.

Het behoort in mijn gedachten tot de taak van het pensioenfondsbestuur om te besluiten over het door de werkgever(s) gedane aanbod. Dat besluit (zowel de aanvaarding als de weigering tot aanvaarding) heeft de goedkeuring van het college van belanghebbenden. Het college van belanghebbenden bestaat voor een deel uit vertegenwoordigers van de contractspartijen. Indien een weigering tot aanvaarding leidt tot een impasse, ligt het mijns inziens op hún weg om een brug te slaan tussen pensioenfonds en contractspartijen en aldus bij te dragen aan een oplossing van het geschil.

### **6.10 Samenvatting**

Het pensioenfonds wordt op tal van wegen geconfronteerd met effectenrecht. De doelstellingen van het effectenrecht zijn ambitieus. Het beoogt een adequaat functioneren van de effectenmarkten; het wil beleggers op deze markten beschermen en het wil waarborgen bieden voor integriteit.

Teneinde deze doelstellingen te realiseren behoren financiële instellingen te voldoen aan effectenrechtelijke eisen. Voor een pensioenfonds betekent dat het volgende.

Een pensioenfonds heeft bestuurders; dat zijn diegenen die deel uitmaken van het orgaan dat verantwoordelijk is voor het functioneren van de rechtspersoon. Bestuurders van pensioenfonds staan in een zekere vertrouwensrelatie tot de werkgever(s) en de begunstigden.

De dagelijkse leiding van pensioenfonds berust in veel gevallen bij een directie. In de PSW worden bestuur en directie tezamen aangeduid als beleidsbepalers. Beleidsbepalers van pensioenfonds behoren deskundig en betrouwbaar te zijn.

Een pensioenfonds dient zijn verplichtingen te kunnen nakomen. Met het oog daarop is hij onderworpen aan prudentieel toezicht, onder meer bestaande uit een solvabiliteits- en continuïteitstoets.

Bij het pensioenfonds berust de zorg voor een goede uitvoering van de pensioenregeling, ten behoeve van de belanghebbenden. Het pensioenfonds dient het belang van de begunstigden te laten prevaleren indien dat conflicteert met het belang van de werkgever(s). Het pensioenfonds kan de werkgever echter niet tot meer verplichten dan waartoe hij wettelijk of contractueel is gehouden. Het pensioenfonds zal in alle gevallen blijk moeten geven van een zorgvuldige belangenafweging.

Het pensioenfonds heeft een zorgplicht in relatie tot zijn belanghebbenden. Bij een defined benefit-regeling heeft deze overwegend de gedaante van een reken- en verantwoordingsplicht. Bij een defined contribution-regeling krijgt de zorgplicht een andere dimensie, in het bijzonder indien deze regeling keuzes biedt aan de deelnemer. Het pensioenfonds dient te onderzoeken of het gekozen product past bij de behoeften en financiële draagkracht van de deelnemer. De deelnemer zal doordrongen moeten zijn van de risico's van het product en de gevolgen van zijn keuzes. Het pensioenfonds dient de deelnemer daaromtrent te informeren, in overeenstemming met effectenrechtelijke eisen.

De ambities van het effectenrecht komen tot uiting in de discussie over corporate governance. Beleggers zijn misleid door misstanden op het gebied van corporate governance. Die hebben afbreuk gedaan aan het vertrouwen in het financiële bestel, hebben aandeelhouderswaarde vernietigd en geleid tot solvabiliteitsproblemen bij pensioenfondsen. In al die aspecten blijkt de betrokkenheid van pensioenfondsen.

Aandeelhoudersrechten hebben een zekere waarde; de uitoefening daarvan draagt bij aan het risico-en rendementsprofiel van beleggingen in aandelen. Een pensioenfonds dient deze rechten te beheren.

De inrichting van een betrouwbare corporate governance is een opdracht aan de ondernemingsleiding. Als aandeelhouders dienen institutionele beleggers daarop aan te dringen en daarover verantwoording te vragen. Om dit met enige kracht te kunnen doen, zullen de rechten van de algemene vergadering van aandeelhouders moeten worden versterkt. Gelet op zijn beleggingshorizon dient een pensioenfonds uit te dragen dat een onderneming behoort te streven naar maximale aandeelhouderswaarde op lange termijn.

Corporate governance heeft de discussie over het pensioenfonds en de pensioenregeling in een stroomversnelling gebracht. Die discussie zal moeten worden gevoerd in het licht van de eisen die voortvloeien uit de Pensioenrichtlijn, het rechtspersonen- en effectenrecht, de overeenkomst van opdracht en bepaalde principes en aanbevelingen uit de Code Tabaks-  
blat.

Pension governance heeft betrekking op de inhoud en de financiering van de pensioenregeling, de verkrijging van pensioenrechten en de risico-verdeling in de pensioenregeling. De verantwoordelijkheid voor de inhoud van de pensioenregeling berust primair bij werkgevers en werknemers



respectievelijk hun belangenorganisaties die onderhandelen over arbeidsvoorwaarden. Zij wenden zich met het onderhandelingsresultaat tot het pensioenfonds en doen een aanbod tot het sluiten van een pensioenovereenkomst. Aanvaarding van dit aanbod verplicht het pensioenfonds de pensioenovereenkomst te vertalen in een of meer pensioenreglementen, de in dat kader verschuldigde premies te innen en te beleggen, de pensioenuitkeringen te verrichten en de belanghebbenden te informeren. Het pensioenfonds zou het aanbod niet moeten aanvaarden als hij van oordeel is dat het onderhandelingsresultaat niet naar behoren kan worden uitgevoerd.

Mijns inziens behoort het orgaan dat formeel verantwoordelijk is voor de leiding van het pensioenfonds ook *de facto* leiding te geven. De leden van dit orgaan dienen deskundig te zijn.

Binnen het pensioenfonds dient belangrijke invloed te worden toegekend aan degenen die het economisch risico dragen: de belanghebbenden. Zij moeten kunnen beschikken over correctiemiddelen, indien het pensioenfonds andere belangen dient dan hún belangen. Dit kan gestalte krijgen door middel van een college van belanghebbenden waarin vertegenwoordigers van de aangesloten werkgever(s) en alle begunstigden zitting hebben. Dit orgaan dient toezicht te houden op het bestuur. Het bestuur legt aan dit orgaan verantwoording af. Het ultieme correctiemiddel waarover het college van belanghebbenden dient te kunnen beschikken is de benoeming en het ontslag van bestuurders.

Bij de organisatorische inrichting van het pensioenfonds moet worden gestreefd naar terugdringing van potentiële belangenconflicten.

Pensioenfondsden dienen te professionaliseren, het risicodraagvlak te vergroten en te profiteren van mogelijke schaalvoordelen. Met het oog daarop dient het bestaande aantal pensioenfondsden drastisch te worden teruggebracht. Dit vereist een zekere uniformering van een "basis-pensioenvoorziening", aan te vullen met werkgeversspecifieke regelingen.

## HOOFDSTUK 7

### BELEGGEN VOLGENS DE PRUDENT PERSON-REGEL: SOLIDE BELEGGEN

#### 7.1 Inleiding

Er wordt reeds enkele jaren gewerkt aan de totstandkoming van een Pensioenwet die de PSW moet vervangen. De Pensioenwet is door de regering in het vooruitzicht gesteld bij de behandeling van het wetsontwerp dat geleid heeft tot wijzigingen van de PSW in 2000.<sup>1</sup> Verwacht mag worden dat in de beraadslagingen rond de Pensioenwet het beleggingsbeleid van pensioenfondsen nadrukkelijk aan de orde zal komen.<sup>2</sup> De voortekenen daarvan zijn zichtbaar.<sup>3</sup>

De PSW bepaalt dat de belegging van de beschikbare gelden van een pensioenfonds "op solide wijze" dient te geschieden.<sup>4</sup> Het is niet helder wat de "soliditeitseis" precies inhoudt; relevante jurisprudentie is er niet.<sup>5</sup>

---

1 Kamerstukken II, 26 415, nr. 3.

2 Dat was ook het geval bij eerdere herzieningen van de PSW, vgl. Kamerstukken II, 11 529, nr. 4; Kamerstukken II, 15 539, nr. 11.

3 De Commissie Conglomeraatvorming Pensioenfondsen (de "Commissie") heeft de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid geadviseerd over eventuele grenzen aan de (beleggings)activiteiten van pensioenfondsen. De Commissie heeft op 3 november 2003 haar rapport gepresenteerd, vgl. [www.szw.nl](http://www.szw.nl). Nader over de Commissie: de Regeling en het Besluit van 27 januari 2003, Stcrt. 2003, 41. Naar aanleiding van dat rapport heeft de staatssecretaris van SoZaWe bij brief van 9 februari 2004 zijn standpunt kenbaar gemaakt aan de Tweede Kamer, vgl. Kamerstukken II, 28 294, nr. 3.

4 Artikel 9b PSW.

5 De enige mij bekende uitspraak is Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88, TVVS 1993, p. 242 waarbij werd geoordeeld over een ondernemingspensioenfonds dat (i) ca. f 400.000,-- had geleend van Zwitserleven (ii) gelijktijdig f 400.000,-- niet gecureerde geldleningen had verstrekt aan twee insolvente bestuurders die over de leningen geen rente en aflossing hebben betaald, (iii) geen informatie verstrekten aan de Verzekeringskamer. Het is niet verwonderlijk dat in dit bijzondere geval de Ondernemingskamer oordeelde dat de leningen niet konden worden aangemerkt als solide beleggingen.

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen zal op korte termijn worden beïnvloed door de eisen die voortvloeien uit de EU Pensioenrichtlijn (de "Pensioenrichtlijn").<sup>6</sup> Deze eisen brengen mee dat pensioenfondsen worden verplicht een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de "prudent person"-regel.

In dit hoofdstuk wil ik trachten het begrip "solide beleggen" en de prudent person-regel te concretiseren. Hierna zal blijken dat de prudent person-regel tot ontwikkeling is gekomen in het Anglo-Amerikaanse trustrecht, culminerend in de Amerikaanse Uniform Prudent Investor Act van 1994 ("UPIA").<sup>7</sup> Ik geef een vertaling van de artikelen in de UPIA die principes geven voor zorgvuldig vermogensbeheer. Tot slot doe ik de aanbeveling die principes toe te passen bij de interpretatie van zowel de soliditeitseis als de prudent person-regel.

## 7.2 Pensioenrichtlijn: prudent person-regel

De Pensioenrichtlijn heeft een lange geschiedenis. De eerste twee initiatieven strandden in 1993 en 1995.<sup>8</sup> Nadien groeide de overtuiging dat een pensioenrichtlijn noodzakelijk is voor het succes van één Europese munt en voor een vrij verkeer van kapitaal binnen de lidstaten. Verschillende lidstaten kennen namelijk beleggingsrestricties en beleggingsdwang (een verplichting voor pensioenfondsen een deel van hun vermogen te beleggen binnen de eigen landsgrenzen). Dit leidt tot suboptimale beleggingsresultaten en brengt het perspectief op een kwalitatief goede pensioenregeling in gevaar.<sup>9</sup> Voorts zijn pensioenfondsen niet in staat hun diensten grensoverschrijdend aan te bieden. Het gevolg daarvan is dat vooral multinationals worden geconfronteerd met onnodige lasten; zij moeten in elk land waarin zij actief zijn een pensioenorganisatie onderhouden en kunnen daardoor niet profiteren van schaalgroottes.<sup>10</sup> Ten slotte vormen financieringstekorten als gevolg van het vergrijzingsprobleem en de

---

6 Richtlijn 2003/41 EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, aanvaard op 3 juni 2003. De Pensioenrichtlijn moet zijn geïmplementeerd vóór 23 september 2005, vgl. artikel 22 lid 1 Pensioenrichtlijn.

7 Nader over Uniform Laws: [www.nccusl.org](http://www.nccusl.org), alsmede Raaijmakers (2002), p. 124-125.

8 Tulfer (1997), nr. 10.

9 Zie § 7.4.

10 Vgl. OECD (2001). In gelijke zin J. Hommen ter gelegenheid van het afscheid van D. Snijders van het Philips Pensioenfonds op 18 maart 2003.

financiering van het pensioenstelsel een bedreiging voor de stabiliteit van de Europese munt.<sup>11</sup>

In 2002 is onder het Spaanse voorzitterschap intensief onderhandeld over een pensioenrichtlijn. De discussie draaide voornamelijk om twee hangijzers:

- de mogelijkheid voor een pensioenfonds om zijn diensten grensoverschrijdend aan te bieden en daarmee een "paneuropese" pensioenvoorziening tot stand te brengen.

De Pensioenrichtlijn bepaalt dat een pensioenfonds in een andere lidstaat ("een lidstaat van ontvangst") een pensioenvoorziening mag uitvoeren, mits dit pensioenfonds daartoe een vergunning heeft verkregen in de voor het pensioenfonds geldende "lidstaat van herkomst". Bovendien mag de lidstaat van ontvangst het desbetreffende pensioenfonds onderwerpen aan dezelfde beleggingsrestricties als die welke gelden voor pensioenfonds die binnen zijn eigen landsgrenzen gevestigd zijn.<sup>12</sup>

- de vraag of beleggingsvoorschriften nodig zijn teneinde waarborgen te bieden voor een zorgvuldig beheer van pensioenvermogens. In de wandelgang werd deze benadering aangeduid als "prudent person plus": de zorgvuldig beheerder (de "prudent person") die restricties meekrijgt ("plus").<sup>13</sup>

Uiteindelijk is de prudent person "plus"-benadering in gemitigeerde vorm aanvaard. Ik kom daarop terug in § 7.9.

### **7.3 Solide beleggen in de PSW**

Artikel 9b lid 1 PSW bepaalt dat belegging van de daartoe beschikbare gelden van een pensioenfonds op solide wijze moet geschieden. De norm verwijst naar de *beleggingsactiviteit*: die behoort solide te zijn. Het artikel stelt geen eisen aan de individuele belegging; zij eist *niet* dat elke transactie

---

11 Vgl. "Nederland eist EU- aanpak pensioencrisis", en "Europa doorbreekt taboe over financiering pensioenstelsel" (Het Financieel Dagblad 3 februari 2001), "Financiering pensioenen nu officieel EU- probleem" (Telegraaf 24 maart 2001), "EU disciplineert uitgaven aan pensioenen en zorg" (Het Financieel Dagblad 26 maart 2001) en "Kok roept op tot 'haast' in pensioendebat" (Het Financieel Dagblad 4 maart 2002).

12 Artikel 18 lid 7 jo. artikel 20 Pensioenrichtlijn.

13 Vgl. "Spain to put the clock back", Investments & Pensions Europe, March 2002, p. 2; Frijns, Maatman en Steenkamp (2002), p. 46-51; Van 't Zet en Ten Wolde (2003), p. 5-10.

in aandelen, vastrentende waarden of onroerend goed voldoet aan een bepaalde kwaliteitseis. Zij beoogt evenmin beleggingen met een bepaald risicoprofiel voor te schrijven of te verbieden. Die interpretatie spoort met de parlementaire geschiedenis; daarin is herhaaldelijk bevestigd dat het niet de bedoeling is aan pensioenfondsen beperkingen op te leggen met betrekking tot de belegging van hun beschikbare gelden.<sup>14</sup>

De kracht van de bepaling schuilt in haar abstractie en tijdsloosheid. Dat is tegelijk ook haar zwakte. Zij was reeds opgenomen in artikel 14 van de oorspronkelijke PSW van 1952 en heeft alle herzieningen van de PSW overleefd.<sup>15</sup> Met de norm is aansluiting gezocht bij de Wet op het Levensverzekeringsbedrijf.<sup>16</sup>

Bestudering van de Wet op het levensverzekeringsbedrijf en haar parlementaire geschiedenis vanaf 1921 geeft echter weinig opheldering over de betekenis van "solide beleggen".<sup>17</sup> De desbetreffende norm komt in die wet zelf niet voor. Wél wordt door de regering en de kamer veelvuldig gerept over de noodzaak *solide* verzekeringsbedrijven tot stand te brengen, met het oog waarop beleggingen op *solide* wijze moeten plaatsvinden.<sup>18</sup> Met nadruk wordt gesteld dat op levensverzekeringsbedrijven de verantwoordelijkheid rust om deze begrippen nader in te vullen, onder toezicht van de Verzekeringkamer. In het Voorlopig Verslag wordt opgemerkt:

"Wat in het bijzonder het vaststellen van bindende regels omtrent de belegging van gelden betreft, werd opgemerkt, dat de ervaring, te dien aanzien bij de Rijkspostspaarbank opgedaan, zeker niet tot aanbeveling van dit stelsel kan strekken. De belegging behoort zich bij iedere maatschappij te richten naar aard en grootte der onderneming; een overheidsorgaan kan de verantwoordelijkheid daarvoor niet op zich nemen."<sup>19</sup>

---

14 Kamerstukken II, 1730, nr. 3; Kamerstukken II, 11 529, nr. 5.

15 Stb. 1952, 275. Vgl. ook Lutjens (1998), p. 171: "Geconstateerd kan worden dat de principes voor het financieel beheer van pensioenfondsen de tand des tijds glansrijk hebben doorstaan."

16 Kamerstukken II, 1730, nr. 3; Vgl. Tulfer (1997), nr. 866: "Blijkens de wetsgeschiedenis nam de PSW het systeem over zoals dit voor levensverzekeraars uit de WOL voortvloeide".

17 Stb. 1922, 716. Bijl. Handelingen II, 1921/1922, nr. 60, 1-7; Bijl. Handelingen II, 1922-1923, nr. 25, 1-5; Handelingen II, 1922-1923, p. 45-79; Handelingen I, 1922-1923, p. 12, 15, 16, 69, 70, 86-92.

18 Zie onder meer MvT 60, nr. 3, p. 2; Voorlopig Verslag 60, nr. 4, p. 2-4; MvA 60, nr. 5, p. 2.

19 Voorlopig Verslag 60, nr. 4, p. 3.

De volgende passage uit de MvT heeft betrekking op de wijze waarop het toezicht op verzekeraars ingevolge de Wet op het Levensverzekeringsbedrijf een basis kan geven aan het vertrouwen in de soliditeit van een verzekeraar. Hoewel daterend uit 1921 heeft zij haar actualiteit nog niet verloren.

"Men kan de verschillende systemen, welke te dezen kunnen worden gevolgd, onderscheiden naar gelang zij de techniek van het bedrijf al of niet geheel vrij laten. Laat men de techniek niet vrij, dat staan twee wegen open. Men kan haar binden aan zekere bij de wet vastgestelde voorschriften, b.v. bij de wet zekere minimumtarieven vaststellen. Men kan ook een voortdurend Staatstoezicht op de ondernemingen instellen en door de ambtenaren, die dit toezicht uitoefenen, desnoods voor iedere onderneming in het bijzonder, laten voorschrijven, op welke wijze het bedrijf moet worden ingericht, hoe de tarieven moeten worden vastgesteld, welke sterftetafel en rentevoet moet worden gebezigd, op welke wijze de premiereserve moet worden berekend, hoe belegging moet geschieden, enz.

Tegen bij de wet vastgestelde voorschriften pleit al aanstonds de groote verstarung, welke daarvan een gevolg zal zijn; een zich voortdurend aanpassen aan de steeds wisselende eischen der maatschappij en daarmede eene normale ontwikkeling van het bedrijf zou onmogelijk worden gemaakt. Bovendien zouden de eischen uit den aard der zaak ruim moeten worden gesteld, met het oog op het uiteenlopend karakter der verschillende maatschappijen, die b.v. doordat de een zich meer op deze, de ander zich meer op die soort verzekeringen toelegt, niet allen aan dezelfde eischen kunnen of behoeven te voldoen. Hierdoor zouden de wettelijke eischen echter veel van hunne beteekenis als waarborg voor een goed beheer verliezen.

Bij een voortdurend Staatstoezicht staat de zaak in zooverre anders, dat hier de noodige soepelheid aanwezig kan zijn, om met de wisselende eischen van den tijd en met het verschillend karakter der levensverzekeringsmaatschappijen rekening te houden. Hier staat echter tegenover, dat het stellen van zekere, algemeen geldende regels niet uit kan blijven, zoo men het gevaar voor eene groote willekeur bij het behandelen der onderscheiden maatschappijen wil bezweren. Daarenboven heeft dit systeem het groote nadeel, dat men de verantwoordelijkheid der bestuurders voor den goeden gang van zaken verzwakt door deze ten deele over te brengen op den Staat, die eene dergelijke verantwoordelijkheid onmogelijk kan dragen."<sup>20</sup>

De onderwerpen die in dit citaat worden geraakt zijn nog steeds actueel: beleggingsvrijheid vs. beleggingsrestricties, eenvormig toezicht op de gehele pensioenfondssector versus toezicht op een individueel pensioenfonds dat

---

20 MvT 60, nr. 3, p. 2-3. De in noot 3 bedoelde Commissie denkt dat de Staat, althans de toezichthouder, deze verantwoordelijkheid thans wél kan dragen. (De Commissie stelt voor bepaalde (beleggings)activiteiten te verbieden, behoudens goedkeuring door de toezichthouder.)

is toegesneden op de specifieke eigen activiteiten en de daaruit voortvloeiende verplichtingen.

De soliditeitseis moet worden ingekleurd, afhankelijk van de omstandigheden van het geval. In 1972 nam de regering het standpunt in dat de vraag of op voldoende solide wijze door een fonds is belegd, voor elk pensioenfonds afzonderlijk moet worden gezien tegen de achtergrond van de financiële opzet respectievelijk de actuariële en bedrijfstechnische opzet van dat fonds, de aard van de verplichtingen en de financiële toestand. In dat verband zou een nadere omschrijving van het begrip "solide" wellicht in een aantal gevallen een onbedoelde begrenzing en daarmee een onnodige beperking van de beleggingsvrijheid meebrengen. Voorts zal de PVK in de uitoefening van haar toezichthoudende functie de bepaling verder moeten concretiseren.<sup>21</sup>

In de literatuur wordt de abstractie van de wettelijke soliditeitseis en de eigen verantwoordelijkheid van het pensioenfonds onderschreven. Tulfer schrijft: "Deze summier norm laat pensioenfonds een grote mate van beleggingsvrijheid. Deze vrijheid wordt begrensd door het toezichtsbeleid van de Verzekeringskamer."<sup>22</sup> Toch is vaak de neiging waarneembaar om uit deze norm restricties af te leiden ten aanzien van bepaalde beleggingen, beleggingstechnieken of -instrumenten.<sup>23</sup>

---

21 Kamerstukken II, 11 529, nr. 5.

22 Tulfer (1997), nr. 866.

23 Thierry (1955), p. 338: "Daarom is in beginsel belegging in aandelen voor een pensioenfonds met zijn vaste verplichtingen minder juist. Toch zijn wij niet van mening, dat belegging in aandelen daarom bij pensioenfonds in het geheel niet mag voorkomen. (...) Men moet niet in tijden van laagconjunctuur genoodzaakt zijn de aandelen te verkopen, maar de tijd hebben om ook een betere conjunctuurperiode mee te maken. Hiervoor is noodzakelijk, dat de aandelenportefeuille slechts een bescheiden deel van de totale beleggingen uitmaakt."

Zie ook Lutjens (1989), p. 370: "De fondsen hebben de inspanningsverplichting een zo gunstig mogelijk resultaat na te streven. Er kan een zekere spanning optreden tussen de vereiste soliditeit en het gewenste optimum. Alsdan dient de zekerheid mijns inziens te prevaleren. *Maar enig risico is aanvaardbaar*. De mate van soliditeit zal namelijk op het totaal van de beleggingen moeten worden beoordeeld."

De door mij gecursiveerde woorden zijn moeilijk te verenigen met deze voor het overige onomstreden passage; een pensioenfonds dat beschikt over heel grote buffers kan zich veroorloven veel meer risico te aanvaarden, mits de rendementsverwachting navenant is.

Vgl. Los (2002), toelichting bij artikel 9b PSW: "Op solide wijze beleggen houdt onder andere in dat er beleggingsrestricties gelden".

Vgl. ook Du Perron (2002), p. 138, Frielink (2002b), p. 42 en Schonewille (2004) die

De neiging komt ook tot uitdrukking in de politieke besluitvorming, ingegeven door de wens om de besteding van de pensioenbesparingen te kunnen beïnvloeden. Zo werd in 1980 in de Tweede Kamer de mogelijkheid geopperd de soliditeit van beleggingen preventief te toetsen. Uiteindelijk heeft dat geleid tot een door de kamer aanvaarde motie waarin werd aangedrongen een onderzoek te verrichten naar beleggingsvoorschriften voor institutionele beleggers. Die zouden ertoe moeten leiden dat pensioenfondsen voornamelijk zouden beleggen in Nederland, in "maatschappelijke projecten zoals woningbouw, milieu en energiebesparing."<sup>24</sup> De overheidsinvloed op pensioenfondsbestedingen was gecodificeerd in de Algemene burgerlijke pensioenwet, waardoor het Algemeen burgerlijk pensioenfonds tot aan zijn privatisering in 1996 wettelijk verplicht was het overgrote deel van zijn vermogen in Nederland te beleggen en deel te nemen in de financiering van de Nederlandse staatsschuld.<sup>25</sup>

#### **7.4 Kwantitatieve beleggingsrestricties of "prudent person-rules"**

Een wetgever of toezichthouder heeft - ten minste - twee mogelijkheden om het beleggingsgedrag van een pensioenfonds of een andere financiële instelling te reguleren. Hij kan de belegger onderwerpen aan kwantitatieve beleggingsrestricties of aan zogeheten "prudent person-rules".<sup>26</sup>

---

alle drie gemakkelijk concluderen dat ten aanzien van pensioengelden een "voorzichtig", "defensief (conservatief)" beleggingsbeleid zou moeten worden gevoerd. Schonewille neem daarbij zelfs het standpunt in: "Gezien het hoge risicoprofiel van ict-fondsen ben ik van mening dat deze geen deel behoren uit te maken van een pensioenportefeuille." Gelet op de context hoop ik dat hun opmerkingen geen betrekking hebben op de beleggingen van een professioneel pensioenfonds. Schonewille gaat voorbij aan de essentie van de moderne portefeuille theorie, vgl. § 7.7. Een pleidooi voor maximale beleggingsvrijheid komt tot uitdrukking in Frijns, Steenkamp en Maatman (2002). Vgl. ook Pijpers en Siegelaer (1998).

24 Kamerstukken II, 15 539, nr. 11. Tot welke resultaten dat onderzoek heeft geleid heb ik niet kunnen achterhalen. Nader over de maatschappelijke verantwoordelijkheid van pensioenfondsen: Kamerstukken II, 26 415, nr. 18 en Maatman (2000a).

25 Vgl. de artikel L15 en L16 van de Wet van 17 december 1987, Stb. 568, alsmede de nadere regels en beperkingen met betrekking tot de belegging van de gelden en het te gelde maken van de belegging, vastgesteld in het ministerieel besluit van 29 januari 1988, Stcrt. 4 februari 1988 en nadien gewijzigd bij besluit van 19 november 1993, Stcrt. 23 november 1993. Deze regelgeving is krachtens de Wet privatisering ABP (Stb. 1995, 641) met ingang van 1 januari 1996 ingetrokken.

26 Davis (2002), p. 157-191; Davis (working paper 2002) en Davis (1991), p. 143-167. Davis is hoogleraar Economics & Finance aan de Brunel University, Middlesex. Hij heeft onder meer in opdracht van de Europese Commissie onderzoek verricht naar de



*Kwantitatieve beleggingsrestricties*

Een kwantitatieve beleggingsrestrictie begrenst de belegger in zijn mogelijkheden om:

- middelen te alloceren naar een bepaalde beleggingscategorie, bijvoorbeeld niet genoteerde aandelen (private equity) of commodities (beleggingen in bulkgoederen zoals delfstoffen en graan, door middel van financiële derivaten);
- te beleggen in bepaalde beleggingsobjecten, bijvoorbeeld buitenlands onroerend goed;
- bepaalde beleggingsinstrumenten te hanteren, waaronder derivaten zoals futures, opties en swaps;
- bepaalde beleggingstechnieken te gebruiken, bijvoorbeeld hedge fundstrategieën; of
- valutarisico's te aanvaarden.

In de kwantitatieve benadering worden beleggingen met een waarde die in hoge mate volatiel is, met een geringe liquiditeit of een hoog kredietrisico, veelal uitgesloten van het beleggingsuniversum. Talrijke kwantitatieve beleggingsrestricties zijn opgenomen in de Europese Richtlijnen betreffende de instellingen voor collectieve belegging in effecten ("icbe's") en levensverzekering.<sup>27</sup>

Typierend voor een kwantitatieve beleggingsrestrictie is dat de zorgvuldigheid van de belegging wordt geïdentificeerd met een veronderstelde zekerheid ten aanzien van typische risicokarakteristieken: zekerheid omtrent de te ontvangen rente, de terugbetaling van de hoofdsom, de afwezigheid van of het beperkte insolventierisico. Daarbij is het gebruikelijk zowel elke beleggingscategorie als elke belegging op zichzelf - geïsoleerd - te beoordelen.<sup>28</sup>

Een bekend voorbeeld van een kwantitatieve beleggingsrestrictie is de bepaling dat een Nederlands ondernemingspensioenfonds niet meer dan 5% van zijn activa (onder omstandigheden uit te breiden tot maximaal 10%) mag beleggen in de werkgever.<sup>29</sup>

---

gevolgen van beleggingsrestricties en prudent person-rules.

27 Richtlijn 85/611/EEG en 2001/108/EG respectievelijk 2002/83/EG. Zie ook § 5 onder B. van het Besluit toezicht beleggingsinstellingen, Stb. 2002, 48.

28 Davis (2002), p. 165-172. Zie ook Galer (2002), p. 41, 44, 64-68.

29 Artikel 9b lid 2 PSW.

Vanuit de kwantitatieve benadering bestaat een zekere evenredigheid tussen de mate van risico en de mate van zorgvuldigheid. Zo wordt vanwege de liquiditeit de voorkeur gegeven aan een beursgenoteerde obligatie boven een onderhandse geldlening en wordt de crediteur die zekerheidsrechten heeft kunnen bedingen geacht in een betere positie te verkeren dan de niet geseceerde crediteur. Voorts heeft de laatste een verantwoordingsprobleem indien zijn debiteur niet in staat is aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen. In dat geval moet de belegger zich veelal verdedigen tegen de schijn dat hij hetzij te grote risico's heeft aanvaard toen hij de desbetreffende geldlening verstrekke, hetzij tekort is geschoten in zijn kredietanalyse, hetzij de belegging onvoldoende heeft "gemonitord".

In deze benadering blijft onderbelicht dat de belegger die een onderhandse geldlening verstrekt en die bewust een zeker kredietrisico aanvaardt, voor deze hogere risico's compensatie ("opslag") kan bedingen in de vorm van een hogere rente. Inherent aan een portefeuille met dergelijke financieringen is dat soms een belegging "omvalt".

Kwantitatieve beleggingsrestricties kunnen worden aangewend om diversificatie van een beleggingsportefeuille af te dwingen. Zij kunnen bijvoorbeeld bepalen dat 50% van de activa in vastrentende waarden dient te zijn belegd, 30% in aandelen en 20% in onroerend. Zij kunnen voorts inhouden dat het aandelenquotum moet worden verdeeld over bijvoorbeeld de OECD-landen, waarbij in elk land niet meer dan een bepaald percentage van dat quotum mag worden belegd. Beleggingen in aandelen van niet genoteerde ondernemingen (private equity) worden in een kwantitatieve benadering vaak onderworpen aan restricties. Deze ondernemingen verkeren meestal in de startfase, zij ontplooiën nieuwe activiteiten. Er is een aanmerkelijke kans dat deze activiteiten zonder succes zullen blijven, dat een beursgang van deze onderneming niet zal plaatsvinden of dat de onderneming wellicht zelfs ten onder zal gaan. Daarmee hangt samen dat een belegging in private equity niet liquide is en moeilijk te waarderen. Deze risico's zijn veelal onaanvaardbaar in de ogen van regelgevende of toezichhoudende autoriteiten.

Ten aanzien van de vastrentende beleggingen is niet ongebruikelijk te bepalen dat uitsluitend mag worden belegd in vermogenstitels en debiteuren die door S&P of Moody's beoordeeld zijn op hun kredietwaardigheid, waarbij als minimumeis een single A- of een triple B-rating ("investment grade") geldt. Dergelijke voorschriften bewerkstelligen dat de desbetref-

fende beleggingsportefeuilles voldoen aan minimumeisen ten aanzien van risicobeheer.

Het nadeel van deze door kwantitatieve beleggingsrestricties afgedwongen diversificatie is echter, dat het moeilijk is deze af te stemmen op de subjectieve omstandigheden van de individuele belegger. Vaak gelden zij voor de gehele sector (*alle* verzekeringsmaatschappijen, *alle* pensioenfondsen, *alle* icbe's); zij differentiëren niet tussen de kwaliteit van de verschillende organisaties binnen dezelfde sector en houden vaak geen rekening met specifieke balansverhoudingen, bijvoorbeeld de eigen verplichtingenstructuur van een pensioenfonds. Het gevolg is een gemiddelde vermogensallocatie die per definitie suboptimaal is; pensioenfondsen nemen teveel of te weinig risico met hun beleggingsbeleid in het licht van hun pensioenverplichtingen.<sup>30</sup>

#### *Prudent person-rule*

De prudent person-rule wil bewerkstelligen dat degene aan wie het beheer van andermans vermogen is opgedragen, die opdracht uitvoert op een zorgvuldige - prudente - wijze, overeenkomstig de eisen die de beroepsgroep daaraan stelt.<sup>31</sup>

De prudent person-rule is tot ontwikkeling gekomen in het Anglo-Amerikaanse trustrecht. Zij wordt daarin als volgt verwoord:

*A fiduciary must discharge his or her duties with the care, skill, prudence and diligence that a prudent person acting in a like capacity would use in the conduct of an enterprise of like character and aims.*<sup>32</sup>

Ik sluit niet uit dat de oorsprong van deze regel teruggaat tot de Romeins-rechtelijke *fiducia cum amico*, de op de fiduciaris rustende verplichting in te staan voor een "dusdanige zorg, als een bijzonder zorgzaam huisvader voor zijn zaken aan de dag legt".<sup>33</sup>

---

30 Een overzicht van voor pensioenfondsen geldende kwantitatieve beleggingsrestricties in OECD-landen is opgenomen in OECD (2001).

31 De prudent person-rules moeten worden onderscheiden van regels die voortvloeien uit prudentieel toezicht, vgl. § 6.4. Zie ook OECD (2002a), p. 119 en p. 122.

32 Vgl. Galer (2002), p. 45.

33 Vgl. § 3.3 waar ik verwijs naar Noordraven (1988), p. 278-279. Vgl. ook Clark (working paper 2003), p. 4: "... it should be observed that the historical sense of the trust relationship was one of paternalism - (...) relatives knowledgeable about investment and real estate undertook to care for a designated beneficiary unable to care for herself. This ethic or moral obligation is closely related to the "prudent man"

De strekking van de prudent person-rule is dat een vermogensbeheerder beleggingen tot stand moet brengen en deze moet beheren zoals een voorzichtig, verstandig, zorgvuldig handelend vermogensbeheerder dat zou doen die in vergelijkbare omstandigheden verkeert. Het gedrag van de belegger, de wijze waarop hij zijn beleggingen tot stand brengt, is bepalend voor de mate van zorgvuldigheid. Men spreekt in dit verband over de kwaliteit van het beleggingsproces.

"The prudent person rule is behaviourally-oriented rather than outcome-focused. Thus, the prudent person rule focuses on how diligently a trustee or fiduciary performs his or her obligations with respect to the pension plan, including how investment decisions are made. That is to say, fiduciaries are judged not by a retrospective assessment of whether their investment decisions were successful, but by whether they followed a reasonable process in reaching their decisions. (...) Prudence is to be found principally in the process by which investment strategies are developed, adopted, implemented, and monitored in light of the purposes for which funds are held, invested, and deployed. Prudence is demonstrated by the process through which risk is managed, rather than by the definition of specific risks that are imprudent."<sup>34</sup>

De toepassing van de prudent person-rule is niet voorbehouden aan "common law" landen c.q. landen die vertrouwd zijn met de "trust". De regel kan van toepassing zijn in elke vertrouwensrelatie tussen opdrachtgever en opdrachtnemer, waarin de ene partij zijn belangen toevertrouwt aan de ander. Zij komt ook tot uitdrukking in artikel 7:401 BW waarin van de opdrachtnemer wordt gevraagd bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht te nemen.<sup>35</sup>

Volgens de prudent person-rule dienen beleggingen *ex ante* op hun zorgvuldigheid te worden beoordeeld. Negatieve beleggingsresultaten, bijvoorbeeld door het faillissement van een individuele onderneming of als gevolg van de neergang van een beleggingscategorie (zoals de aandelen-

---

rule and is sometimes assumed to be an entirely Anglo-American ideal. But it can also be found in continental European legal traditions that emphasize fathers' family responsibilities." Zie ook § 6.6 met betrekking tot de verbinding tussen de fiduciaire verantwoordelijkheid van de pater familias en het pensioenfonds als vermogensbeheerder en fiduciaris.

34 Galer (2002), p. 47, die voor een deel citeert uit B. Longstreth, "Modern Investment Management Theory and The Prudent Man Rule" (1986). Zie ook Davis (2002), p. 169: "In general terms, a prudent person approach is a standard that measures a course of conduct and not an investment outcome."

35 In gelijke zin Galer (2002), p. 46.

markt in de jaren 2000-2003) zijn, hoe ernstig ook, geen maatstaf voor behoorlijk beleggingsbeleid. Ex post is eenieder in staat de juiste beleggingsportefeuille samen te stellen.

Geen enkele belegging is "naar zijn aard" onverantwoord. Bepalend is of aan de belegging een theoretisch onderbouwde gedachtegang ten grondslag ligt die haar in redelijkheid rechtvaardigt, of de belegging tot stand komt krachtens een transparant en verifieerbaar besluitvormingsproces dat consistent wordt uitgevoerd:

"(...) no investment is imprudent per se. The products and techniques of investment are essentially neutral. It is the way in which they are used, and how decisions as to their use are made, that should be examined to determine whether the prudence standard has been met. Even the most aggressive and unconventional investment should meet that standard if arrived at through a sound process, while the most conservative and traditional one may not measure up if a sound process is lacking."<sup>36</sup>

Het is voor buitenstaanders zoals toezichhouders niet eenvoudig de naleving van de prudent person-rule - het beleggingsproces - te beoordelen. Om die reden correspondeert deze regel met hoge eisen aan de deskundigheid van de belegger, de transparantie van de beleggingsorganisatie, de bereidheid van de vermogensbeheerder om inzicht te bieden in zijn doelstellingen en zijn besluitvormingsproces, de verdeling van bevoegdheden, de gemaakte afwegingen, de interne controles en de wil om daarover aan belanghebbenden verantwoording af te leggen.<sup>37</sup>

Als die bereidheid niet aanwezig is heeft de toezichhouder moeite om de kwaliteit van het beleggingsproces te beoordelen. Dit kan leiden tot twijfel omtrent de betrouwbaarheid van de vermogensbeheerder en aanleiding zijn om vanuit toezichtoptiek de voorkeur te geven aan kwantitatieve

---

36 Galer (2002), p. 47, die voor een deel citeert uit B. Longstreth, "Modern Investment Management Theory and The Prudent Man Rule" (1986). In gelijke zin Trone, Allbright en Taylor (1996), p. 269.

37 Galer (2002), p. 47-48; OECD (2002a), p. 121. Zie ook Boender, Steenkamp en Vos (2003), p. 52, die voorstanders zijn van beleggingsvrijheid voor het pensioenfonds, mits het pensioenfonds aan drie eisen voldoet: (i) duidelijkheid omtrent het aanvaardbare risico, te verstaan als het risicobudget (de kans dat op fondsniveau de beleggingsresultaten ontoereikend zijn om de verplichtingen te dekken (mismatchrisico); (ii) volledige openheid van zaken richting belanghebbenden en toezichhouder omtrent het beleggingsbeleid en de daaruit voortvloeiende risico's; (iii) een professionele beleggingsorganisatie.

beleggingsrestricties. Die zijn eenvoudig verifieerbaar, met een blik op de balans of op maandelijks over te leggen verslagstaten.<sup>38</sup>

*Gevolgen voor beleggingsrendement en -risico*

Er is een verband tussen beleggingsrendement en -risico, prudent person-rule en beleggingsrestricties. Onderzoek wijst uit dat pensioenfondsen die geconfronteerd zijn met beleggingsrestricties, belangrijk lagere rendementen hebben behaald dan pensioenfondsen die onderworpen waren aan een prudent person-rule, zelfs zonder dat dit gecompenseerd werd door een lager risico.<sup>39</sup> Davis concludeert: "[P]ortfolio restrictions raise costs unduly and are damaging to employee retirement security(...). [Q]uantitative restrictions are particularly inappropriate for pension funds".<sup>40</sup>

Zijn conclusies houden verband met de aard van de pensioenverplichtingen. Een pensioenfonds heeft verplichtingen die volatiel zijn. De hoogte is mede afhankelijk van de loon- en prijsinflatie; het zijn "reële" verplichtingen. Dit onderscheidt een pensioenfonds van een levensverzekeraar die nominale verplichtingen heeft (een plicht tot uitkering van een gefixeerd bedrag bij het intreden van een bepaalde gebeurtenis). Als een pensioenfonds zou kunnen beleggen in activa die dezelfde volatiliteit kennen als zijn verplichtingen, zou het pensioenfonds zijn balansrisico ("mismatch") kunnen reduceren. "Index linked bonds", waarbij de hoogte van de verschuldigde rente afhankelijk is van de inflatie, zijn daarvan een voorbeeld, doch deze beleggingen zijn onvoldoende voorhanden.<sup>41</sup> Beleggingen in zakelijke waarden zoals aandelen, onroerend goed en commodities bieden het pensioenfonds niettemin betere bescherming tegen inflatie dan vastrentende beleggingen.<sup>42</sup>

---

38 Vgl. Galer (2002), p. 45 en 63; Davis (2002), p. 165-172.

39 Davis (2002), p. 188-189. Zie ook Davis (working paper 2002), p. 11 en p. 23-26; Galer (2002), p. 64; European Commission (1999); Frijns, Maatman en Steenkamp (2002), p. 50.

40 Davis (2002), p. 188-189; Galer (2002), p. 64; European Commission (1999); Frijns, Maatman en Steenkamp (2002), p. 50; Boender, Steenkamp en Vos (2003). Ik plaats daarbij de kanttekening dat in de meeste studies de neergang van de financiële markten tijdens de jaren 2000-2003 niet is meegenomen. Die zal het beeld beïnvloeden. Niettemin concludeert Davis (working paper 2002), p. 11, 23-26 ook in 2002 dat beleggingsrestricties nadelig zijn voor pensioenfondsen; ze leiden tot een hoger risico en een lager rendement. Hij baseert zich daarbij mede op de resultaten van aandelenbeleggingen in de periode 1970-2002.

41 Steenkamp (1998), p. 168-174.

42 Davis (working paper 2002), p. 6; Boshuizen en Pijpers (1998), p. 35; Ponds (2003),

Daarnaast geldt dat de opeisbaarheid van de toekomstige verplichtingen van een pensioenfonds in de regel zeer voorspelbaar is; op basis van de demografische samenstelling van zijn deelnemersbestand kan een vervalkalender worden samengesteld. Dat is voor een levensverzekeraar en een beleggingsinstelling veel minder het geval. Hun verplichtingen kunnen op zeer korte termijn opeisbaar worden (door enkele "wilsverklaring" van de verzekeringnemer respectievelijk participant) waardoor de instelling genoodzaakt is beleggingen te liquideren.<sup>43</sup> Het gevolg daarvan is dat een pensioenfonds zich een lange termijn beleggingshorizon kan veroorloven en daarmee een hoger risicoprofiel van zijn beleggingen. Bij dat profiel hoort blijkens empirische gegevens een hogere beleggingsopbrengst.<sup>44</sup> Deze extra opbrengst is essentieel om een pensioenvoorziening betaalbaar te houden. Eén procent verbetering van beleggingsresultaten vermindert de arbeidskosten met 2 à 3 procent.<sup>45</sup>

### 7.5 Solide beleggen: een prudent person-rule

In internationale studies wordt aangenomen dat Nederland behoort tot die landen die het beleggingsgedrag van pensioenfondsen reguleren door middel van prudent person-rules.<sup>46</sup> Dat lijkt mij juist; in Nederland ligt de nadruk op de kwaliteit van de organisatie en het beleggingsproces. Er zijn geen "verboden" beleggingen, behoudens de bepaling dat een Nederlands ondernemingspensioenfonds in beginsel niet meer dan 5% van zijn activa mag beleggen in de werkgever.<sup>47</sup>

Solide beleggen betekent vooral het tot stand brengen van een betrouwbare activiteit: "een degelijke, heldere en consistente onderbouwing van het gehele beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een profes-

---

p. 24.

43 Nader over de verschillen tussen de verplichtingen van een pensioenfonds en een verzekeraar: Davis (2002), p. 159 en p. 163-165. Zie ook punt 33 in de pre-ambule van de Pensioenrichtlijn.

44 Vgl. Frijns, Maatman en Steenkamp (2002), p. 49-51.

45 Vgl. Davis (2002), p. 163. Zie ook Lambert (2003) die becijfert dat het prijsgeven van 1% beleggingsrendement de kosten van de pensioenregeling verveelvoudigt. Nader over deze hefboomwerking Klein Haneveld (1999), p. 267-273.

46 Galer (2002), p. 44 en 53; Davis (2002), p. 178 en 181.

47 Artikel 9b lid 2 PSW.

sionele en strakke organisatie en controle".<sup>48</sup> In dat kader draait het om twee vragen:

1. Gaat de aandacht van het pensioenfonds uit naar de juiste activiteiten. Van het pensioenfonds mag worden gevraagd dat het professioneel belegt, in overeenstemming met de heersende beleggingstheorieën.<sup>49</sup> Beleggen is een "top down"-proces.<sup>50</sup> Boshuizen en Pijpers merken terecht op dat "[de] belangrijkste vraagstukken van institutioneel beleggen [niet] liggen op het niveau van de selectie van een specifiek aandeel of het voorspellen van een valutakoers of rentestand, maar op een 'hoger' niveau. Het gaat daarbij om vragen als het (dynamische) gedrag van financiële markten, het afstemmen van de structuur van de beleggingen en vooral de asset allocatie op de verplichtingen en de financiering, in samenhang met de beschikbare solvabiliteitsruimte en de risicobereidheid onder verschillende situaties van een instelling." Diversificatie is daarbij essentieel, "...vanuit het oogpunt van prudentie. Op het niveau van de beleggingsmix is diversificatie over verschillende beleggingscategorieën van belang, in samenhang gezien met de structuur van de verplichtingen. Binnen een beleggingscategorie is risicospreiding eveneens geboden".<sup>51</sup>

2. Worden die activiteiten op een juiste wijze uitgevoerd.

Dit vereist een goede organisatie die kan beschikken over professionele kennis: "... met duidelijke bevoegdheden, verantwoordelijkheden, controle en zorgvuldige verifieerbare procedures. (...) Functiescheiding en voldoende kennis en ervaring zijn hier de sleutelwoorden. (...) Op solide wijze beleggen vereist ook dat het management en de functionarissen gekwalifi

---

48 Boshuizen en Pijpers (1998), p. 35. In gelijke zin Tulfer (1997), nr. 868. Het boek van Boshuizen en Pijpers is uitgegeven in de reeks "vk studies". De auteurs zijn werkzaam bij de PVK. Uit de Inleiding maak ik op dat hun opvattingen vereenzelvigd mogen worden met het op dat moment voorgestane beleid van de Verzekeringskamer.

49 Vgl. ook artikel 9 lid 1 onder b) van de Pensioenrichtlijn.

50 Dit houdt in dat de meeste aandacht moet uitgaan naar de beslissing die de grootste invloed heeft op de uiteindelijke beleggingsopbrengst. Dat betreft de asset-keuze: tot welke omvang moet worden belegd in de categorieën aandelen, vastrentende waarden en onroerend goed en in welke regio. Vgl. Frijns (1995), p. 10. Daarna komt de verdeling naar sectoren aan de orde (bijv. financials, farmacie, energie, winkels of kantoren) en tot slot de selectie van het individuele aandeel, de obligatie of het gebouw. Die laatste beslissing heeft de minste invloed op het beleggingsresultaat.

51 Boshuizen en Pijpers (1998), p. 35-42.



ceerd zijn voor de taken waarvoor ze verantwoordelijkheid dragen. Voor zover een instelling de benodigde kennis en ervaring niet in huis heeft, is externe advisering en ondersteuning van belang."<sup>52</sup>

### 7.6 De prudent man-rule in het Anglo-Amerikaanse recht: historisch perspectief

Uit het voorgaande moet niet de conclusie worden getrokken dat de prudent person-rule door de jaren heen een vastomlijnde betekenis heeft gehad. De prudent person-rule, evenals de Amerikaanse prudent investor-rule, zijn de geslachtsloze varianten van de vroegere prudent man-rule. Dit begrip kwam in de VS voor het eerst aan de orde in 1830, in de zaak *Harvard College v. Amory*. Het Hof van Massachusetts bepaalde:

"All that can be required of a trustee to invest is, that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested".<sup>53</sup>

Deze uitspraak vormde een doorbraak in die zin dat afstand werd genomen van een ontwikkeling in een aantal Amerikaanse jurisdicties waarbij door middel van zogenoemde "restricted lists" een onderscheid werd gemaakt tussen beleggingen met een aanvaardbaar en onaanvaardbaar risicoprofiel. Deze vonden hun oorsprong in het Engelse trustrecht, naar aanleiding van de beurskrach van 1720 ("*the burst of the South Sea bubble*").<sup>54</sup> Het Hof van Massachusetts introduceerde hiermee een dynamische, relationele norm. Een trustee zal een beleggingsbeleid moeten voeren dat voldoet aan de eisen van een vergelijkingsmaatstaf; hij moet handelen zoals een zorgvuldig trustee in vergelijkbare omstandigheden zou handelen. Tevens zien we in deze uitspraak een begin van een verwijzing naar een

---

52 Boshuizen en Pijpers (1998), p. 42-43. Zie ook Goslings (1996), p. 57-61.

53 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830). Vgl. Langbein (1999), p. 224 en Galer (2002), p. 44.

54 Vgl. Langbein (1999), p. 224. In de jaren vóór 1720 stegen de aandelen van de South Sea Company tot ongekende hoogte; de koers stond in geen enkele verhouding tot de werkelijke waarde van de onderneming. Dit was symptomatisch voor een beurshausse waarbij sprake was van "excessief optimisme" onder beleggers, aldus Frentrop (2002), p. 135-149.

beleggingsproces ("manage their own affairs") en het loyaliteitsbeginsel ("faithfully").<sup>55</sup>

Dit richtsnoer werd echter gaandeweg van zijn dynamiek ontdaan. De Amory uitspraak zélf bood daarvoor aanknopingspunten, omdat daarin ook wordt benadrukt dat een trustee "speculation" moet vermijden en acht moet slaan op "the safety of the capital". Deze twee "behoudende" overwegingen zijn in de daarop volgende rechtspraak de vooruitstrevende aspecten gaan overheersen. In *King v. Talbot* (1869) werd het beleggingsuniversum van een trustee door de rechter van de staat New York beperkt tot staatsleningen en leningen met hypothecaire zekerheid. Beleggingen in ondernemingen werden onzorgvuldig geacht, ongeacht of het ging om aandelen of vastrentende waarden:

"The court reasoned that since a trustee cannot use the trust fund to operate a business, neither can the trustee invest in corporate securities in which [the trust fund] is necessarily exposed to the hazard of loss or gain, according to the success or failure of the enterprise".<sup>56</sup>

Later werd een belegging in een nieuwe ondernemingsactiviteit ("new and untried enterprise") beschouwd als inherent "speculative" en daarom onzorgvuldig.<sup>57</sup>

De "traditional prudent man-rule" die zijn oorsprong vindt in de Amory-zaak heeft in veel Amerikaanse staten geleid tot rigide en arbitraire uitkomsten.<sup>58</sup> Zij resulteerde in "legal lists": effecten waarin een vermogensbeheerder kan beleggen zonder het risico te lopen dat hem onzorgvuldig beleggingsgedrag wordt verweten.<sup>59</sup> "Legal lists" leiden tot "slaafse navolging" of kuddegedrag ("herding").<sup>60</sup> Beheerder A, gesteld voor de

---

55 Galer (2002), p. 48-29. Zie hierna in § 7.8.

56 Langbein (1999), p. 224.

57 Langbein (1999), p. 225, met verwijzing naar Restatement Trusts second (1959).

58 Vgl. Halbach (1999), p. 199.

59 Vgl. de toelichting bij Section 8 (a)(3) van de Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act (1997); Langbein (1999), p. 224.

60 In de UK heeft Myners (2001) zich kritisch uitgelaten over het kuddegedrag van institutionele beleggers: het slaafs navolgen van het beleggingsbeleid dat andere beleggers voeren (met veronachtzaming van de verhouding tussen de eigen assets & liabilities). Die neiging valt ook waar te nemen in Nederland. Door de publiciteit rond de jaarlijkse performance-cijfers ontstaat een druk om een asset-allocatie te kiezen die overeenstemt met het marktgemiddelde. Dit voorkomt dat beleggingsresultaten ongunstig afsteken in vergelijking tot collega-pensioenfondsen. De keerzijde is dat pensioenfondsen zich evenmin onderscheiden in positieve zin, hoewel dat op beleggingstheoretische gronden tot de mogelijkheden zou behoren.

keus welke belegging hij dient te verrichten, kijkt hoe Belegger B handelt om vervolgens hetzelfde te doen. Belegger B heeft zijn handelwijze echter afgekeken van Belegger C. Het resultaat is dat A, B en C tezamen de stelling kunnen verdedigen dat zij hebben belegd zoals een behoedzaam belegger in vergelijkbare omstandigheden belegt. Het gevolg is dat een beter dan gemiddeld beleggingsrendement niet wordt behaald, middelmaat is de norm.

In sommige staten zijn "legal lists" gecodificeerd waarmee bovendien nog een vorm van "moral hazard" wordt gecreëerd: "ik hoef niet meer te denken want de toezichthouder denkt voor mij".<sup>61</sup>

Langbein noemt enkele voorbeelden van verbazende uitspraken die tot in de jaren 80 van de twintigste eeuw werden gewezen, waaronder *First Alabama Bank of Montgomery v. Martin*. Een vermogensbeheerder hield aandelen in 17 onderpresterende ondernemingen. De Supreme Court van Alabama oordeelde dat de beheerder tekort was geschoten in de nakoming van zijn fiduciaire verplichtingen. De beleggingen in de desbetreffende aandelen waren "speculative" omdat de vermogensbeheerder ze had gekocht met het oog op te behalen koerswinst bij verkoop. Op grond daarvan concludeerde de rechter dat deze beleggingen niet konden worden beschouwd als "suitable long-term trust investments".<sup>62</sup>

De traditional prudent man-rule stuitte op meer bezwaren. De nadruk op "the safety of the capital" leidde tot de veronderstelling dat beleggingen in vastrentende waarden, in het bijzonder staatsobligaties "veilig" waren. In de twintigste eeuw trad echter nadrukkelijk aan het licht dat obligaties geen bescherming bieden tegen hoge inflatie. Gecorrigeerd voor inflatie zijn aandelen en onroerend goed "veiliger" beleggingen dan obligaties.<sup>63</sup> Een ander bezwaar is dat de trustee die over uitzonderlijke kwaliteiten of vaardigheden beschikt niet gestimuleerd wordt om deze te benutten. Zijn

---

61 Restatement Trusts third (1992), p. 102-104. Zie ook de toelichting bij Section 8 van de Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act (1979), te downloaden via [www.law.upenn.edu](http://www.law.upenn.edu).

62 Langbein (1999), p. 225. Zie ook Halbach (1999), p. 199; Galer (2002), p. 50. Een uittend overzicht is opgenomen in Restatement Trusts third (1992), p. 6, 15-19, 42 en 58-60.

63 Langbein (1999), p. 225, onder verwijzing naar een studie van Ibbotson en Siquefeld (1979). Vgl. ook Steenkamp (1998), p. 168-174; Frijns, Maatman en Steenkamp (2002), p. 49.

referentiekader bestaat uit andere "prudent men" en niet uit "prudent experts". De expert die zijn kennis benutte stond bloot aan additionele aansprakelijkheidsrisico's.<sup>64</sup> Bovendien was het de trustee, die over onvoldoende expertise beschikte, niet toegestaan zijn kerntaken uit te besteden aan een derde die deze kennis wél had. De ratio van deze regel was dat de settlor van de trust de trustee heeft aangesteld met het oog op zijn persoonlijkheid en persoonlijke kwaliteiten. Die intentie zou meebrengen dat de trustee gehouden is tot persoonlijke dienstverrichting.<sup>65</sup>

Voorts wordt in de traditional prudent man-rule geabstraheerd van de omstandigheden van het geval: de risicotolerantie en de doelstellingen van een specifieke trust. Die kunnen meebrengen dat een trustee een agressief dan wel behoudend beleggingsbeleid zou moeten voeren. In dat licht is *de prudent man* te zeer een ééndimensionale benadering.<sup>66</sup>

Tot slot werd onder het regime van de traditional prudent man-rule onvoldoende rekening gehouden met nieuwe inzichten op het gebied van de beleggingsleer. Deze inzichten, tezamen aangeduid als de moderne portefeuille theorie ("MPT"), stellen de beleggingsportefeuille centraal, in plaats van de individuele belegging die onderdeel vormt van de portefeuille. Een belegging moet niet op zichzelf op haar zorgvuldigheid worden beoordeeld ("in isolation") doch in het licht van een geheel belegd vermogen. Afgewogen moet worden welke invloed de belegging heeft op het risicoprofiel van de portefeuille in zijn geheel ("Total Portfolio Approach" - totale portefeuille toets -).<sup>67</sup> Langbein vat het belang van de MPT aldus samen:

"MPT emphasizes that the fiduciary investor should view all investments in relation to the total portfolio and the risk tolerance of the investor. No investment is per se too risky for fiduciary investing if the risk is properly compensated and is undertaken

---

64 Halbach (1999), p. 199. In de UK moet de trustee zich houden aan de eisen die gelden voor de "ordinary man of business": "take such care as an ordinary prudent man would take if he were minded to make an investment for the benefit of other people for whom he felt morally bound". Aangenomen wordt dat voor de "ordinary man of business" naar het recht van de UK lichtere eisen gelden dan voor de "prudent man" naar Amerikaans recht. Vgl. Galer (2002), p. 51 en Myners (2001), p. 14-16.

65 Langbein (1999); Halbach (1999), p. 200.

66 Vgl. Halbach (1999), p. 199; Langbein (1999), p. 230 en 234: "Extremely conservative investing will continue to be appropriate for trust accounts that cannot bear the volatility of riskier assets. But for trusts that can bear some exposure to the greater volatility characteristics of equities, the superior long-term returns will justify the risk."

67 Vgl. Galer (2002), p. 52; Restatement Trusts third (1992), p. 60-64.

as part of an appropriately diversified portfolio. Thus, MPT has directed attention away from the selection of individual securities and toward the composition of the portfolio as a whole. MPT has emphasized the importance of diversification of investments as a means of squeezing out what it has identified as the uncompensated risk of holding too few securities. The gains from diversification extend not only to domestic equities but to other types of assets, including fixed income securities, real estate, and non-dollar-denominated assets. MPT has led to a more scientific understanding of the risk/return relationship in investing by emphasizing the volatility of returns as the key measure of risk."<sup>68</sup>

### 7.7 Intermezzo: MPT, diversificatie, rendement en risico

In het citaat hierboven is aangegeven dat de volatiliteit in beleggingsresultaten moet worden beschouwd als de kern van beleggingsrisico. Ter toelichting dient het volgende.<sup>69</sup>

Een professionele belegger zoals een pensioenfonds ontwikkelt zijn beleggingsbeleid als volgt. Hij bepaalt welk jaarlijks rendement moet worden behaald op het belegd vermogen, gegeven de aard van de pensioenregeling (bijvoorbeeld een db-regeling die resulteert in maximaal 70% van het laatst verdiende inkomen, volledig geïndexeerd), een voor werkgevers en werknemers acceptabel premieniveau (bijvoorbeeld 20% van het loon) en de noodzaak tot bijvoorbeeld 100% kapitaaldekking van de pensioenverplichtingen.

Zijn conclusie kan zijn dat daarvoor een jaarlijks rendement van 7% vereist is. Vervolgens gaat hij na welke beleggingsportefeuille hij moet samenstellen om dit beleggingsresultaat te behalen. Hij baseert zich daarbij op meerjarige datareeksen uit het verleden. Die geven inzicht in de historisch behaalde rendementen op de verschillende beleggingscategorieën zoals aandelen, vastrentende waarden, onroerend goed en alternative investments. Op basis daarvan stelt hij een optimale vermogensallocatie samen; hij berekent bijvoorbeeld dat een allocatie van respectievelijk 35, 50, 10 en 5% de meeste kans biedt op het vereiste rendement van 7%. Deze berekeningen zijn echter gebaseerd op historische gegevens en bieden geen waarborg voor de toekomst. De kans dat de werkelijke beleggingsresultaten zullen afwijken van de geprognosticeerde vormt voor dit pensioenfonds het

---

68 Langbein & Wolk (2000), p. 806. In gelijke zin: Restatement Trusts third (1992), p. 5-7, 42, 46-52 en 59. Halbach (1999), p. 200; Galer (2002), p. 52-53; Langbein & Posner (1980), p. 77-83.

69 De nu volgende toelichting is gebaseerd op Macey (1998), p. 13-18; Langbein & Posner (1980), p. 77-83 en Langbein (1999), p. 226-229.

beleggingsrisico. Het pensioenfonds moet de moeilijke vraag beantwoorden *in welke mate* hij bereid is dat risico te aanvaarden. Daarmee hangt uiteraard samen welke maatregelen het fonds kan treffen voor het geval dit risico zich verwezenlijkt, bijvoorbeeld verhoging van de premie, aanspreken van voorzieningen (buffers) en/of korting op de pensioenrechten.<sup>70</sup> De mate waarin de belegger bereid is te accepteren dat de werkelijke beleggingsresultaten afwijken van de door hem beoogde (de variantie) kan worden gekarakteriseerd als de risicohouding van het pensioenfonds. Die kan tot uitdrukking worden gebracht in een getal, de standaarddeviatie.

De MPT richt zich in het bijzonder op de verhouding tussen risico en rendement. In MPT-termen dient risico te worden verstaan als de variatie in mogelijke resultaten die voortvloeien uit een bepaalde belegging. Een van de belangrijkste elementen uit de MPT is de nadruk die wordt gelegd op het belang van diversificatie om de risico's te beheersen die gepaard gaan met beleggen.

In de juridische literatuur wordt het risico van de belegger vaak vereenzelvigd met de kans dat een crediteur niet krijgt waarop hij recht heeft: rente en/of aflossing. In die zin wordt het beleggingsrisico vereenzelvigd met het insolventierisico ("default risk"). Het insolventierisico dat zich kan uiten in een 0-resultaat voor de belegger (dat wil zeggen: hij krijgt noch rente, noch aflossing) is echter slechts één van de mogelijkheden waarmee een belegger kan worden geconfronteerd in een continuüm van beleggingsresultaten. Vgl. daartoe onderstaand voorbeeld.

Stel dat belegger B 900 mln te beleggen heeft. Hij belegt dit bedrag op  $t=0$  in een lening aan de Nederlandse staat met een resterende looptijd van 1 jaar, rente 5%. B heeft een 100% kans dat hij na 1 jaar een return heeft van 945 mln. De kans is 1 omdat een dergelijke geldlening geacht wordt risicoloos te zijn. De verwachtingswaarde is 945.

Stel dat B op  $t=0$  900 mln kan beleggen in aandelen XYZ (als alternatief voor een geldlening aan de Staat). De waarde van deze belegging op  $t=1$  schat hij in als volgt:

---

<sup>70</sup> Vgl. artikel 7 lid 1 onder h. PSW.

## Hoofdstuk 7

<i>Kans</i>	<i>Return</i>	<i>Verwachtingswaarde</i>
.05	0	0
.90	1000	900
<u>.05</u>	<u>2000</u>	<u>100</u>
1		1000

Een tweede alternatief is een belegging van 900 mln in aandelen UVW. Op  $t=0$  schat hij zijn kansen in als volgt:

<i>Kans</i>	<i>Return</i>	<i>Verwachtingswaarde</i>
.20	0	0
.60	1000	600
<u>.20</u>	<u>2000</u>	<u>400</u>
1		1000

De mogelijke beleggingen in XYZ en UVW hebben beide een verwachtingswaarde van 1000. Niettemin kleven aan de belegging in UVW meer risico's omdat de afwijking in mogelijke uitkomsten (deviatie) groter is dan bij de belegging in XYZ. Aangezien een belegger van nature risico-avers is zal zijn voorkeur, gegeven deze twee mogelijkheden, uitgaan naar een belegging in XYZ. Beleggers geven, bij een gelijke verwachtingswaarde, de voorkeur aan de belegging met de laagste volatiliteit. Zij zijn slechts bereid een hoger risico te accepteren als daar een vergoeding - een risicopremie - tegenover staat.

Het voorgaande wil niet zeggen dat elk risico dat een belegger bereid is te aanvaarden gecompenseerd wordt met een hogere risicopremie. Onderscheid moet worden gemaakt tussen twee vormen van risico: diversificeerbaar en niet-diversificeerbaar risico.

Diversificeerbaar risico is het risico dat kan worden geëlimineerd door het belegbaar vermogen te alloceren naar verschillende beleggingscategorieën en binnen een bepaalde categorie te beleggen in verschillende vermogenstitels. Het gaat om de vaardigheid dat op zodanige wijze te doen dat een evenwichtige *portefeuille* ontstaat. Voor de belegger is immers doorslaggevend wat de beleggingsresultaten zullen zijn van zijn gehele belegd vermogen. Het resultaat van een individuele belegging is in beginsel irrelevant.

Een gestileerd doch sprekend voorbeeld van diversificeerbaar risico is de belegging in aandelen van twee ondernemingen met een perfecte negatieve correlatie.

Stel dat het aandeel XYZ vandaag  $\_ 10$  noteert. De verwachtingen ten aanzien van XYZ op een termijn van één jaar zijn als volgt: er is een 50% kans dat het aandeel 14 en een 50% kans dat het aandeel 12 noteert.

Het aandeel UVW noteert vandaag eveneens  $\_ 10$ . XYZ heeft een perfecte negatieve correlatie met UVW. Een positieve beleggingsresultaat bij XYZ correspondeert met een negatieve uitkomst bij UVW en omgekeerd. Als XYZ over een jaar 14 waard is, zal UVW 12 waard zijn. Als de waarde van XYZ 12 is, zal UVW  $\_ 14$  waard zijn.

De belegger die vandaag  $\_ 10$  belegt in XYZ en  $\_ 10$  in UVW is hierdoor verzekerd van een rendement van 6. Hij loopt te dien aanzien geen risico. Als de belegger zijn  $\_ 20$  uitsluitend belegt in XYZ of in UVW loopt hij wel een risico; hij verkeert in onzekerheid of hij een rendement van 4 of 8 zal behalen. Voor de acceptatie van dat risico (zijn keuze om uitsluitend in UVW of XYZ te beleggen) krijgt hij geen vergoeding. Diversificeerbaar risico is het type risico waarvoor de markt geen risicopremie wil betalen; een belegger krijgt geen risicopremie omdat hij te weinig aandelen in zijn portefeuille heeft.

Aandelen met een perfecte negatieve correlatie zijn uiterst schaars - zo zij al bestaan -. Aandelen van verschillende ondernemingen zijn echter evenmin perfect positief gecorreleerd. Dat betekent dat het risico van een aandelenportefeuille kan worden teruggedrongen door te diversificeren. Een hogere graad van diversificatie kan worden bereikt door niet alleen te beleggen in aandelen, doch ook in vastrentende waarden, onroerend goed en alternative investments.<sup>71</sup> Zo is er een zeker verband tussen een rentestijging (hetgeen leidt tot een *waardedaling* van een vastrentende portefeuille) en een aantrekkende economie, zich uitend in een *waardestijging* van een aandelenportefeuille. Beleggen in zowel aandelen als vastrentende waarden heeft derhalve een stabiliserende invloed op het resultaat van de beleggingsportefeuille. Dit geldt a fortiori indien deze beleggingen gespreid worden op wereldschaal.

Diversificeerbare risico's worden onderscheiden in sector risico ("industry risk") en ondernemingspecifiek risico ("firm risk").

---

71 Vgl. Frijns, Maatman, Steenkamp (2002); Boender, Steenkamp en Vos (2003); Nader over alternative investments: Maatman en Palmén (2002).



Industry risk is beperkt tot het risico waaraan een bepaalde sector van economische activiteit bloot staat; dit risico betreft een groep van ondernemingen. Firm risk is het risico dat typisch is voor een individuele onderneming. Het onderscheid kan worden verduidelijkt aan de hand van een voorbeeld in de oliesector.<sup>72</sup>

Alle olieproducerende en -verwerkende ondernemingen werden getroffen door het olie-embargo van 1973 (industry risk) doch uitsluitend Exxon (firm risk) stond bloot aan aansprakelijkheid als gevolg van de vervuiling in Alaska door het ongeluk met de Exxon Valdez in 1989. Industry risk en firm risk kunnen grotendeels worden teruggedrongen door een portefeuille samen te stellen met voldoende spreiding. Aandelen in oliemaatschappijen, vliegtuigmaatschappijen en autoproducenten werden getroffen door het olie-embargo van 1973. Er zijn echter andere sectoren geweest die van het embargo hebben geprofiteerd, waaronder de kolen- en gaswinning en hun toeleveringsindustrieën, alsmede de ontwikkeling van alternatieve energiebronnen. Beleggingen in deze sectoren boden een compensatie voor het industry risk dat zich manifesteerde in de oliesector.

Firm risk zoals de olievervuiling door de Exxon Valdez valt voor een belegger moeilijk te voorspellen, maar de kans dat hij daardoor zwaar wordt getroffen kan worden gemitigeerd door ook te beleggen in BP, Shell, Texaco en andere oliemaatschappijen. Ook hier kan sprake zijn van een negatieve correlatie - en daarmee van risicoreductie -. Het succes van de ene onderneming gaat immers vaak ten koste van haar concurrenten. Maar niet elk risico kan door diversificatie worden teruggedrongen. Er zijn bepaalde omstandigheden die op alle ondernemingen en markten een gelijkgerichte invloed hebben, zij het niet in dezelfde mate. Wereldwijde onzekerheid, zoals terreurdreiging, SARS en "global warming" maar ook de dreigende ondergang van het hedge fund "Long Term Capital Management"<sup>73</sup> zijn risico's die nauwelijks kunnen worden geëlimineerd door meer te diversificeren. Risico dat niet kan worden "weggediversificeerd" wordt ook aangeduid als systematic risk of market risk.

Onvoldoende diversificatie leidt derhalve tot een verhoogd risico in de beleggingsportefeuille. Dit is een onnodig risico waarvoor de belegger geen vergoeding ontvangt; het is een vorm van uncompensated risk. De belegger

---

72 Dit voorbeeld is ontleend aan Langbein (1999), p. 228-229 en aan de toelichting bij Section 7 van de Uniform Law Commissioners' Management of Public Employee Pension Funds Act.

73 Nader over Long Term Capital Management: Maatman en Palmen (2002), p. 37-46.

dient zorg te dragen dat zijn portefeuille een goede afspiegeling vormt van "de markt", die gerepresenteerd wordt door bijvoorbeeld aandelen-obligatie- en onroerend goedindices. Wat aandelen betreft vereist dit op wereldniveau een portefeuille die bestaat uit circa 1500 titels.<sup>74</sup> De belegger die onvoldoende mogelijkheden heeft om die aandelen direct te verkrijgen zal, om toch te kunnen profiteren van de voordelen van diversificatie, moeten deelnemen in beleggingsfondsen die wereldwijd beleggen.

Het gewicht van deze onderscheiden vormen van risico's is gekwantificeerd. Van het totaalrisico moet circa 30% worden toegerekend aan markt-risico, 50% aan industry risk en 20% aan firm risk. Uit deze percentages blijkt dat een belegger rond 70% risicoreductie kan behalen door gediversificeerd te beleggen.<sup>75</sup> Dat voordeel kan niet worden genegeerd.

### **7.8 De prudent investor-rule in het Anglo-Amerikaanse recht**

De bezwaren tegen de traditional prudent man-rule hebben geleid tot belangrijke vernieuwingen in het Amerikaanse trustrecht. Mijlpalen in deze ontwikkelingen waren de totstandkoming van de Employee Retirement Income Security Act of 1974 ("ERISA"), gevolgd door de Restatement Trusts third (1992).<sup>76</sup> De laatste is naderhand uitgewerkt in wetgeving die is toegesneden op professioneel vermogensbeheer. Relevant zijn: de Uniform Prudent Investor Act (1995), de Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act (1997) en de Uniform Trust Code (2000).<sup>77</sup> De prudent investor-rule zoals verwoord in de UPIA is relevant voor elke vermogensbeheerder. In negen artikelen zijn principes geformuleerd voor zorgvuldig vermogensbeheer. Ik heb ze vertaald en waar nuttig van een toelichting (\*) voorzien.

---

74 De MSCI World Index bestaat uit aandelen uitgegeven door 1551 ondernemingen (Bloomberg, januari 2004).

75 Langbein (1999), p. 228, onder verwijzing naar R.A. Brealey, "An Introduction to Risk and Return from Common Stocks" (1983).

76 ERISA is de federale Amerikaanse wetgeving die "private pension plans" reguleert. Restatement Trusts third (1992) betreft een vervroegde, partiële herziene weergave van het Amerikaanse trustrecht. Over de achtergronden daarvan zie Halbach (1999), p. 199 alsmede het voorwoord van Restatement Trusts third (1992), p. IX.

77 ERISA geldt niet voor pensioenregelingen van overheidslichamen. De zogeheten "state and local retirement systems" worden beheerst door het recht van de desbetreffende staten. Dit recht loopt aanzienlijk uiteen. De "Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act" (UMPERSA) heeft tot doel dit recht te uniformeren.

De adressant van deze wetgeving is de "trustee"; deze beheert de trust. In het hiernavolgende heb ik "trust" - gelet op de achtergronden van dit onderzoek - gemakshalve vertaald met "pensioenfonds" en "trustee" met "instelling". De instelling is naar Nederlands recht de rechtspersoon die het pensioenfonds in stand houdt, respectievelijk de rechtspersoon aan wie het pensioenfonds alle taken op het gebied van vermogensbeheer exclusief heeft uitbesteed.<sup>78</sup> Het pensioenvermogen beschouw ik als de "trust assets" in de zin van de UPIA. "Beneficiaries" - zij die economisch gerechtigd zijn tot het pensioenvermogen - heb ik vertaald met begunstigden.

1. *Prudent investor-regel*

- a. De instelling die pensioenvermogen belegt en beheert is ten opzichte van de begunstigden verplicht tot naleving van de "prudent investor"-regel zoals hierna uiteengezet.
- b. De prudent investor-regel is regelend recht. Bij of krachtens de statuten van het pensioenfonds kan zonder enige beperking van de prudent investor-regel worden afgeweken. De instelling is niet aansprakelijk jegens een begunstigde voor zover de instelling zijn handelen in redelijkheid mocht baseren op de statuten van het pensioenfonds.

2. *Maatstaf; portefeuillestrategie; risico en rendementdoelstellingen ("Standard of care")*

- a. Een instelling belegt en beheert het pensioenvermogen met de zorg, voorzichtigheid, deskundigheid en vaardigheid die een prudent investor in vergelijkbare omstandigheden in acht zou nemen, en met inachtneming van de doelstelling en voorwaarden die op het desbetreffende pensioenfonds van toepassing zijn.
- b. De beleggingsbeslissingen van de instelling met betrekking tot afzonderlijke activa worden niet op zichzelf geëvalueerd maar in de context van het pensioenvermogen als geheel en als onderdeel van een alomvattende beleggingsstrategie waarvan de risico- en rendementdoelstellingen op het geheel van de rechten en verplichtingen van het pensioenfonds zijn afgestemd.\*
- c. De instelling neemt bij zijn beleggings- en beheerbeslissingen onder meer de volgende feiten en omstandigheden in aanmerking:

---

78     Achtergrond is het onderscheid tussen een zelfadministrerend pensioenfonds en het separaat werken pensioenfonds, vgl. § 2.10.2.

*Beleggen volgens de prudent person-regel: solide beleggen*

- de algemene economische situatie;
  - de gevolgen van inflatie of deflatie;
  - de fiscale consequenties van beleggingsbeslissingen of -strategieën;
  - de invloed van elke belegging of handelwijze op het pensioenvermogen als geheel;
  - het verwachte totale rendement van het belegde vermogen, waaronder begrepen de waardeinstijging van het vermogen.
- d. De instelling heeft een onderzoeksplicht ("duty to investigate") ten aanzien van feiten of omstandigheden die belangrijke invloed hebben op de waarde van de beleggingen.\*
- e. De instelling mag beleggen in alle activa en met gebruikmaking van alle voorhanden beleggingsinstrumenten en -technieken, mits hij de eisen in acht neemt die voortvloeien uit de prudent investor-regel.\*
- f. De instelling die beschikt over bijzondere vaardigheden of expertise of zich daarop laat voorstaan dient deze bijzondere vaardigheden of expertise te benutten.\*

\* Onder beheer in de zin van dit artikel wordt mede verstaan de "duty to monitor": de plicht tot voortdurende beoordeling of een bestaande belegging nog steeds past in de portefeuille. Onder b. komt de "totale portefeuille toets" ("Total Portfolio Approach") tot uitdrukking. Een belegging die op "stand alone" basis onverantwoord is kan als onderdeel van een beleggingsportefeuille en binnen een beleggingsstrategie zorgvuldig zijn. Bij d. moet worden gedacht aan accountantsonderzoek, beschikkingsbevoegdheid en het verrichten van "due diligence". Uit e. volgt dat geen enkele belegging, beleggingsinstrument of -techniek naar zijn aard onzorgvuldig is. Blijkens f. mag de instelling die in staat is te excelleren niet volstaan met middelmatige prestaties; een partij die zich profileert als professionele belegger is verplicht dienovereenkomstige prestaties te leveren.

### 3. *Diversificatie ("Diversification")*

Een instelling draagt zorg voor diversificatie van de beleggingen van het pensioenfonds, tenzij vanwege bijzondere omstandigheden aannemelijk is dat de doelstellingen van het pensioenfonds beter worden gediend door diversificatie achterwege te laten.\*

\* Diversificatie is essentieel in de MPT, zie § 7.7. Het is echter denkbaar dat een pensioenfonds een uitzonderlijk risicoprofiel heeft waarbij een bijzondere asset-allocatie past. Denk bijvoorbeeld aan het pensioenfonds voor de mijnbouw dat geen actieve deelnemers kent doch uitsluitend hoogbejaarde gepensioneerden. Denkbaar is dat een dergelijk pensioenfonds uitsluitend belegt in vastrentende waarden.

#### 4. *Verplichtingen bij aanvang vermogensbeheer ("Duties at inception of trusteeship")*

De instelling die een opdracht tot vermogensbeheer aanvaardt, inventariseert binnen een redelijke termijn na de aanvang van het beheer de rechten en verplichtingen van het pensioenvermogen, neemt beslissingen met betrekking tot het aanhouden of vervreemden van activa en implementeert deze.\*

- \* Daarmee brengt hij het pensioenvermogen in overeenstemming met de doelstelling van het pensioenfonds en de regelgeving waaraan het is onderworpen. In de Nederlandse context kunnen we spreken over het vermogen dat moet passen bij het cliëntenprofiel. Het resultaat van deze verplichting is dat de instelling na verloop van enige tijd - gedacht wordt aan een periode van maximaal een jaar - niet meer het verweer kan voeren dat zijn achterblijvende prestaties te wijten zijn aan de foutieve samenstelling van het pensioenvermogen dat hem in beheer is toevertrouwd.<sup>79</sup> Dit kan relevant worden als de wetgever of toezichthouder zou aandringen op een consolidatie of fusie van kleine pensioenfondsen, teneinde schaalvoordelen te behalen.<sup>80</sup>

#### 5. *Loyaliteitsbeginsel ("Loyalty")*

De instelling belegt en beheert het pensioenvermogen uitsluitend in het belang van de begunstigden.\*

- \* Dit is de "solely in the interest rule". De in deze bepaling opgenomen "voorrangsregel" verschaft duidelijkheid bij belangenconflicten; zij voorkomt "doelstellingenarbitrage" en bevordert de verantwoordingsplicht van de vermogensbeheerder.<sup>81</sup> Uit het loyaliteitsbeginsel worden andere subnormen afgeleid, bijvoorbeeld restricties ten aanzien van "Selbsteintritt", het "dienen van twee heren" en het benutten van "trust opportunities".<sup>82</sup> De uitoefening van de aan een belegging verbonden zeggenschapsrechten "in the best interests of the beneficiaries" wordt beschouwd als een "fiduciary function".<sup>83</sup> Hetzelfde geldt voor het optreden in rechte als eiser en verweerder, voor rekening van het pensioenfonds. Zo wordt verdedigd dat een instelling onder omstandigheden het voortouw moet nemen in "securities class actions" en in ieder geval de plicht heeft de inkomsten te innen die voortvloeien uit "class actions" die door anderen zijn geïnitieerd.<sup>84</sup>

---

79 Restatement Trusts third (1992), p. 120.

80 Vgl. mijn suggestie in § 6.9.3 om het aantal pensioenfondsen in Nederland drastisch te reduceren.

81 Vgl. artikel 25 lid 1 NRgt 2002, behandeld in § 6.6.

82 Restatement Trusts third (1992), p. 194-198.

83 Vgl. Section 802 (g) Uniform Trust Code; Restatement Trusts second (1959), § 193; Interpretive Bulletin 94-2 ("Avon Products Letter") van de Department of Labor (de toezichthouder krachtens ERISA); Langbein & Wolk (2000), p. 832-836. Zie ook § 6.8.

84 Weiss & Beckerman (1995), p. 2117-2126; Martin & Metcalf (2001), p. 1381-1416.

*6. Voorkeurloze opstelling; onpartijdigheidsbeginsel ("Duty of impartiality")*

De instelling handelt onpartijdig bij het beleggen en beheren van het pensioenvermogen en houdt daarbij rekening met eventuele verschillen in de belangen van de begunstigden.\*

- \* De conflicterende belangen van verschillende categorieën belanghebbenden treden in het bijzonder aan het licht wanneer pensioenfondsen kampen met problemen ten aanzien van de financiering van de pensioentoezegging. De belangen van de actieve deelnemer en de werkgever bij een zo laag mogelijke premie, van de slapers en de gepensioneerden bij een volledig voor inflatie geïndexeerd pensioen en van de toekomstige generaties bij een betaalbaar en kwalitatief goed pensioen strijden om voorrang. Het pensioenfonds moet die belangen afwegen en knopen doorhakken. Het "onpartijdigheidsbeginsel" betekent niet dat alle begunstigden een "absoluut" recht hebben op gelijke behandeling. De instelling mag het belang van de één zwaarder laten wegen dan het belang van de ander maar hij zal daarbij blijk moeten geven van een heel zorgvuldige afweging. Het vergt onder meer dat de instelling behoedzaam opereert bij de "allocatie" van de voor- en nadelen van beleggingen: beleggingen en beleggingsresultaten, risico's en kosten. Hij zal die "eerlijk" moeten verdelen over de verschillende categorieën van begunstigden.<sup>85</sup>

*7. Kosten van vermogensbeheer ("Investment costs")*

De instelling maakt bij het beleggen en beheren van het pensioenvermogen geen andere kosten dan die welke redelijk en proportioneel zijn in relatie tot de samenstelling van het pensioenvermogen, de doelstellingen van het pensioenfonds en zijn eigen vaardigheden.

*8. Ex ante beoordeling ("Reviewing compliance")*

Een beslissing of gedraging van de instelling wordt getoetst aan de prudent investor-regel in het licht van de feiten en omstandigheden zoals die golden ten tijde van de beslissing of de gedraging en niet met kennis die achteraf is verkregen.

*9. Uitbesteding ("Delegation of investment and management functions")*

- a. De instelling verricht het vermogensbeheer persoonlijk, tenzij een prudent investor in vergelijkbare omstandigheden zou overgaan tot uitbesteding. De instelling betracht redelijke zorg, voorzichtigheid en deskundigheid bij de selectie van een opdrachtnemer en bij de vaststel-

---

85 UMPERSA, toelichting bij Section 7; UPIA, toelichting bij Section 6; Uniform Trust Code, toelichting bij Section 803.

ling van de reikwijdte en de voorwaarden van de uitbesteding; hij evalueert periodiek de prestaties van de opdrachtnemer.

- b. De opdrachtnemer betracht jegens de instelling redelijke zorg bij de uitvoering van de aan hem opgedragen dienstverlening en de naleving van de daaraan verbonden voorwaarden en hij onderwerpt zich aan de jurisdictie van de instelling.\*

\* In de Restatement Trusts third (1992) is afscheid genomen van het delegatieverbod. Dit vloeit voort uit de erkenning dat een trust, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, behoefte kan hebben aan uiteenlopende expertise. Onder a. komt tot uitdrukking dat de professionele vermogensbeheerder over andere managementkwaliteiten en beleggingsexpertise moet kunnen beschikken dan een "family trust".<sup>86</sup>

### 7.9 Prudent person-regel (Europa) vergeleken met prudent investor-rule (Amerika)

De Amerikaanse prudent investor-rule ontleent zijn concrete betekenis aan een lange traditie. In Europa daarentegen bestaat nog weinig ervaring met de prudent person-regel.<sup>87</sup> De meeste lidstaten van de EU zijn er niet mee vertrouwd, en hoewel Nederland al minstens 50 jaar een prudent person-regel kent (de soliditeitseis) is ook voor ons niet geheel duidelijk wat wij daaronder moeten verstaan.

Het verdient mijns inziens de voorkeur om de Europese regel te verduidelijken aan de hand van het Amerikaanse recht en niet een geheel afwijkende eigen invulling te geven aan de prudent person-regel.<sup>88</sup> Financiële dienstverlening in het algemeen en vermogensbeheer in het bijzonder zijn immers bij uitstek activiteiten die op wereldschaal plaatsvinden.<sup>89</sup> Zij zijn bovendien sterk Angelsaksisch georiënteerd, gegeven de vooraanstaande positie van Londen en New York als financiële centra. Het is van groot belang dat financiële dienstverleners erop mogen vertrouwen

---

86 Vgl. Halbach (1999), p. 200; Restatement Trusts third (1992), p. 140 en p. 14-15.

87 Vgl. de Motivering van de Raad bij de Pensioenrichtlijn onder I. "Beleggingsvoor-schriften".

88 Vgl. Timmerman (1991), p. 33-34: "Het leggen van het accent op het zorgvuldigheids- en het loyaliteitsbeginsel is aantrekkelijk, omdat dan een zekere aansluiting wordt verkregen bij het Anglo-Amerikaanse recht. In het bijzonder in het Amerikaanse rechtsstelsel spelen juist deze beginselen een belangrijke rol bij de rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid van vennootschappen. Zij kunnen op een zinnige manier in allerlei meer specifieke normen worden uitgewerkt."

89 Vgl. Korteweg (2003): "Kapitaal gaat waar het wil en blijft waar het goed behandeld wordt".

dat de prudent person-regel in Europa in essentie dezelfde betekenis heeft als de prudent investor-rule naar Amerikaans recht. De OECD schrijft dat een uiteenlopende interpretatie van de "prudent person-principles" kan resulteren in "imprudent attitudes", en dat het daarom wenselijk is "to define a common but flexible framework for such rules".<sup>90</sup> Dit belang speelt te meer daar Europese pensioenfondsen op grote schaal diensten uitbesteden aan Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders en de Pensioenrichtlijn aan lidstaten de opdracht geeft onderzoek te doen naar uitbestede activiteiten "om na te gaan of deze overeenkomstig de toezichtregels worden verricht".<sup>91</sup> Een interpretatie van de prudent person-regel naar Amerikaans voorbeeld kan veel begripsverwarring en geschillen voorkomen. Voorwaarde voor een dergelijke "uniforme" interpretatie is dat de hoofdlijnen van de prudent person-regel, voorzover in de Pensioenrichtlijn gedefinieerd, verenigbaar zijn met de prudent investor -rule. Dat lijkt gelukkig het geval te zijn.

Artikel 18 lid 1 van de Pensioenrichtlijn bepaalt dat lidstaten de pensioenfondsen moeten verplichten: "een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de 'prudent person'-regel en met name met de volgende voorschriften: (...)."

In het daaropvolgende eerste voorschrift wordt de "solely in the interest rule" verwoord. De activa moeten worden belegd in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden. In geval van mogelijke tegenstrijdige belangen dient hun belang te prevaleren.

Vervolgens komt in de Pensioenrichtlijn de "totale portefeuille toets" tot uitdrukking; de activa worden op zodanige wijze belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille *als geheel* worden gewaarborgd.

De Pensioenrichtlijn onderstreept het belang van diversificatie: "een bovenmatige afhankelijkheid van (of vertrouwen in) bepaalde activa, of een bepaalde emittent of groep van ondernemingen en risicoaccumulatie in de portefeuille als geheel worden vermeden."<sup>92</sup>

---

90 OECD (2002a), p. 121.

91 Artikel 13 onder d) Pensioenrichtlijn.

92 Zie ook de geschiedenis van de Pensioenrichtlijn: Supplementary Pensions in the Single Market, A Green Paper, Commissie, 10 juni 1997, p. 7; Europees Parlement, A-Serie, Verslag, vierde parlementaire termijn, nummer 400 van 1998, p. 17 en 18; Commissiedocument nr. 507 van 2000, definitief, p. 15.



In enkele voorschriften klinkt de vrees door dat pensioenfondsen in hun beleggingsbeleid te zeer afhankelijk worden van niet reglementeerde onderhandse markten en financiële derivaten. Dergelijke beleggingen moeten tot een prudent niveau worden beperkt respectievelijk zijn slechts toegestaan "voor zover deze bijdragen tot een vermindering van het beleggingsrisico of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken". Bovendien moeten derivaten "op een prudente basis worden gewaardeerd".

Deze benadering is kenmerkend voor de Pensioenrichtlijn. Het "prudentieel toezicht" (onder meer verwoord met uitdrukkingen als "prudent niveau" en "prudente basis") moet een brug slaan tussen de aanhangers van maximale beleggingsvrijheid en de voorstanders van beleggingsrestricties.<sup>93</sup> Deze ambivalentie schuilt ook in artikel 18 lid 5 van de Pensioenrichtlijn. Dit artikel geeft aan lidstaten de mogelijkheid om een pensioenfonds te onderwerpen aan (verdergaande) beleggingsvoorschriften "mits deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn" en bezien vanuit het balanstotaal van één of meer pensioenfondsen.<sup>94</sup> Deze aan de lidstaten verleende bevoegdheid mag er echter niet toe leiden dat individuele "beleggingsbesluiten" worden onderworpen aan voorafgaande goedkeuring of systematische kennisgeving.<sup>95</sup> Lidstaten mogen pensioenfondsen evenmin verbieden te beleggen in "risicokapitaalmarkten".<sup>96</sup>

De Pensioenrichtlijn overziend concludeer ik dat het principe van beleggingsvrijheid voorop staat, ook al wordt aan lidstaten de mogelijkheid geboden pensioenfondsen te onderwerpen aan bepaalde beleggingsrestricties.<sup>97</sup> Met die beleggingsvrijheid zullen pensioenfondsen deskundig en verantwoord moeten omgaan. Daartoe bevat de Pensioenrichtlijn enkele voorschriften die moeten waarborgen dat het pensioenfonds een duidelijke doelstelling heeft, beschikt over deskundige leiding en transparant is in zijn

---

93 Artikel 18 lid 1 onder c) en d) Pensioenrichtlijn.

94 Althans, zo versta ik de eis dat deze voorschriften "het geheel van door deze instellingen uitgevoerde pensioenregelingen weerspiegelen".

95 Artikel 18 lid 4 Pensioenrichtlijn.

96 Artikel 18 lid 5 onder c) Pensioenrichtlijn. "Risicokapitaalmarkten" werd in een eerdere versie van de Pensioenrichtlijn (2001/C 96 E/06) gedefinieerd als "markten die een onderneming in haar eerste groeistadium van kapitaal voorzien". In de definitieve Pensioenrichtlijn is een omschrijving van dit begrip achterwege gelaten. Mijn indruk is dat elke niet gereguleerde onderhandse markt als "risicokapitaalmarkt" wordt beschouwd, vgl. punt (33) van de pre-ambule.

97 Ik verwijs ook naar punt 6, 33 en de Motivering van de Raad onder I. bij het Gemeenschappelijk Standpunt d.d. 5 november 2002.

beleggingsbeleid en uitvoering daarvan.<sup>98</sup> Met het oog daarop dient het pensioenfonds een "Verklaring inzake de beleggingsbeginselen" op te stellen, een openbaar stuk waarin wordt uitgelegd wat het pensioenfonds doet en waarom.

Ik stel tevens vast dat de Pensioenrichtlijn niet uitsluit dat de prudent person-regel wordt geïnterpreteerd conform de prudent investor-rule. In dit verband noemt de Pensioenrichtlijn zichzelf "een eerste stap".<sup>99</sup> Die moet leiden tot vervolgstappen; de lidstaten krijgen de opdracht zorg te dragen voor de uniforme toepassing van de Pensioenrichtlijn, informatie en ervaringen uit te wisselen "met het doel om de beste praktijken op dit gebied alsmede een nauwere samenwerking te ontwikkelen en op deze wijze mededingingsverstoringen te voorkomen en de voorwaarden te scheppen voor vlotte grensoverschrijdende deelneming".<sup>100</sup> In 2008 zullen de resultaten daarvan op twee onderdelen worden geëvalueerd, waaronder de toepassing van de prudent person-regel op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.<sup>101</sup>

#### **7.10 Samenvatting**

Pensioenfondsen moeten op grond van de PSW solide beleggen. Op grond van de Pensioenrichtlijn worden zij verplicht een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de prudent person-regel. Voor Nederlandse pensioenfondsen geldt die verplichting reeds. De "soliditeitseis" wordt beschouwd als een prudent person-regel.

In de prudent person-regel staat de zorgvuldigheid van het beleggingsproces en het risico- en rendementsprofiel van een beleggingsportefeuille centraal; het risico van een individuele belegging is in beginsel niet relevant. Dit onderscheidt de prudent person-regel van kwantitatieve beleggingsrestricties. Beleggingsrestricties zijn generiek van toepassing en houden daardoor onvoldoende rekening met de balans ("assets and liabilities") van een individueel pensioenfonds. Uit economisch onderzoek blijkt dat de prudent person-regel resulteert in een beter risico- en rendementsprofiel van pensioenfonds-beleggingen dan kwantitatieve beleggingsrestricties.

---

98 Respectievelijk artikel 7, 9 en 12 Pensioenrichtlijn.

99 Punt 5 van de pre-ambule Pensioenrichtlijn.

100 Artikel 21 lid 1 Pensioenrichtlijn.

101 Artikel 21 lid 2 onder a) Pensioenrichtlijn.

In de EU moet de prudent person-regel tot verdere ontwikkeling komen. Die ontwikkeling zal in 2008 door de Europese Commissie worden geëvalueerd.

In de Pensioenrichtlijn wordt onderkend dat de prudent person-regel hoge eisen stelt aan de kwaliteit van de "governance" van een pensioenfonds: deskundige leiding, toezicht, transparantie en verantwoording.

Het verdient aanbeveling bij de ontwikkeling van de prudent person-regel in Europa aansluiting te zoeken bij de Amerikaanse Uniform Prudent Investor Act ("UPIA"). De beginselen die daarin tot uitdrukking komen stemmen overeen met de heersende beleggingstheorieën; er is in die wetgeving een natuurlijke verbinding gelegd tussen "law & economics". Bovendien zijn die beginselen dynamisch: zij houden rekening met nieuwe inzichten op het gebied van zorgvuldig vermogensbeheer. Aansluiting bij de UPIA draagt voorts bij aan een "transatlantische" of zelfs universele interpretatie van de prudent person-regel. Het belang daarvan kan moeilijk worden overschat, gelet op het grensoverschrijdende karakter van financiële dienstverlening. Een uniforme interpretatie van de prudent person-regel zal begripsverwarring voorkomen en de rechtszekerheid bevorderen.

## HOOFDSTUK 8

### SAMENVATTING EN CONCLUSIES

1. Het pensioen is een periodieke uitkering die de financiële gevolgen verlicht van de derving van inkomsten in verband met het bereiken van een bepaalde leeftijd, arbeidsongeschiktheid of overlijden. Het pensioen is een arbeidsvoorwaarde die nader wordt uitgewerkt in een pensioenovereenkomst, een driepartijencontract tussen de werkgever, het pensioenfonds en de werknemer. Verdedigbaar is dat de pensioenovereenkomst een derdenbeding bevat ten gunste van de nabestaanden, gewezen echtgenoot of partner van de werknemer. Na aanvaarding van het derdenbeding zijn zij partij bij de pensioenovereenkomst.

Pensioenregelingen worden onderscheiden in twee typen; enerzijds "defined benefit", waarbij aan de werknemer een *pensioen* wordt toegezegd dat gerelateerd is aan zijn salaris en diensttijd en anderzijds "defined contribution", waarbij de werkgever een pensioen*premie* toezegt waarmee een pensioen kan worden verkregen.

Het vermogen dat dient om de pensioenverplichtingen te verzekeren, waaronder de pensioenpremies, wordt bijeengebracht in het pensioenfonds. Het pensioenfonds dient dit vermogen voor collectieve rekening te beleggen, teneinde de pensioenverplichtingen te financieren.

De nakoming van de pensioenverplichtingen moet in Nederland worden gefinancierd volgens het systeem van kapitaaldekking. De bezittingen van een pensioenfonds, tezamen met de verwachte inkomsten, dienen toereikend te zijn om de pensioenverplichtingen te dekken. *De facto* vindt de financiering voor het grootste deel plaats uit de beleggingsopbrengsten. Dit benadrukt het belang van goed vermogensbeheer.

2. Een defined benefit-pensioenproduct heeft onmiskenbaar voordelen. Het biedt de mogelijkheid een loongerelateerd geïndexeerd pensioeninkomen te verkrijgen tegen een voor alle deelnemers gelijke prijs (een doorsneepremie). De wettelijke verplichte deelname maakt het mogelijk risicodeling tussen generaties te organiseren. Hierdoor worden beleggings- en verzekeringstechnische risico's teruggedrongen.

Daar staan nadelen tegenover. De werkgevers en werknemers moeten de beschikkingsmacht prijsgeven over de middelen die zij voor hun pensioenvoorziening afzonderen, ten gunste van het pensioenfonds. Voorts zijn de doorsneepremie en de "intergenerationele solidariteit" niet erg aantrekkelijk voor de jonge generatie. Een bezwaar is dat het pensioencontract wordt gekenmerkt door onvolledigheid; de "hardheid" van de aanspraak en de afdwingbaarheid daarvan zijn diffuus. Dit hangt samen met de zeer lange looptijd en de ingewikkelde financieringsverhoudingen die het pensioencontract typeren.

Dit pensioenproduct wordt aantrekkelijker als de nadelen geheel of gedeeltelijk worden weggenomen. Dit onderzoek kan daaraan bijdragen. Ik heb willen verduidelijken wat de belanghebbenden van het pensioenfonds mogen verwachten als beheerder van het pensioenvermogen. Daartoe heb ik de aard van de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden onderzocht.

3. Onder belanghebbenden versta ik diegenen die een economisch belang hebben bij de financiële resultaten van het pensioenfonds: de (gewezen) deelnemers, de gepensioneerden en de "overige belanghebbenden", waaronder begrepen de werkgever(s). Daarnaast onderscheid ik de "begunstigden": diegenen die in hun levensonderhoud geheel of gedeeltelijk van het pensioenfonds afhankelijk zijn, nu of later. Begunstigden zijn de belanghebbenden (zoals hiervoor gedefinieerd), *met uitzondering van de werkgever(s)*.

Toekomstige wijzigingen in de financieringsverhoudingen tussen een werkgever en het pensioenfonds kunnen leiden tot de conclusie dat een werkgever geen relevant financieel belang meer heeft bij de financiële resultaten van het pensioenfonds. Vanaf dat moment is er reden de positie van de werkgever als "belanghebbende" te heroverwegen.

4. Op grond van de pensioenovereenkomst ontstaat een fiduciaire rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en de belanghebbenden. Deze kan worden herleid tot de Romeinsrechtelijke *fiducia cum amico*. De voor een fiduciaire rechtsverhouding kenmerkende scheiding tussen de juridische gerechtigdheid ("eigendom") en het economische belang herkennen we bij een pensioenfonds. Het pensioenvermogen behoort toe aan het pensioenfonds; het economisch risico berust bij de belanghebbenden.

De *fiducia cum amico* past in het geldende burgerlijk recht. Voorwaarde is dat aan de fiduciaris alle goederenrechtelijke bevoegdheden toekomen die het recht aan "eigendom" verbindt. Dat is in de relatie tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden het geval.

Het pensioenfonds voldoet materieel aan belangrijke kenmerken van de Anglo-Amerikaanse trust. Op grond daarvan kan met meer kracht worden betoogd dat een pensioenfonds werkzaam is op grond van de *fiducia cum amico*. Algemeen wordt aangenomen dat de *fiducia cum amico* moet worden beschouwd als de Nederlandse verschijningsvorm van de trust. Dit rechtvaardigt om het trustrecht te raadplegen teneinde de rechtsbetrekkingen tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden te verhelderen. De *fiducia*, de trust en het pensioenfonds versterken elkaar over en weer; lacunes in het denken over de positie van een pensioenfonds naar Nederlands recht kunnen daarmee worden gedicht.

5. Het pensioenvermogen wordt aan het pensioenfonds toevertrouwd door de belanghebbenden, in de verwachting dat hij het vermogen zal aanwenden in overeenstemming met de aan hem gegeven opdracht. Die opdracht - die belichaamd is in de pensioenovereenkomst - houdt in grote lijnen in dat het pensioenfonds drie kerntaken moet uitvoeren: rechtenadministratie, vermogensbeheer en informatieverstrekking. In deze verhouding heeft de werkgever mijns inziens te gelden als opdrachtgever van het pensioenfonds, doch alle belanghebbenden kunnen van het pensioenfonds verlangen dat deze de opdracht uitvoert, voor zover die opdracht en de daarmee corresponderende taken hen aangaan.

Het pensioenfonds moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht nemen. Het pensioenfonds dient als vermogensbeheerder prestaties te leveren die ten minste beantwoorden aan de eisen die gelden voor een redelijk bekwame en redelijk handelende professionele vermogensbeheerder.

6. Bij de uitvoering van zijn opdracht behoort het pensioenfonds de belangen te dienen van van de werkgever(s) en de begunstigden. Dit volgt uit de Pensioen- en spaarfondsenwet en uit de contractuele relatie tussen werkgever(s), pensioenfonds en begunstigden. De belangen van de werkgever(s) en de begunstigden lopen niet altijd evenwijdig. Naar mijn mening dient het pensioenfonds het belang van de begunstigden te laten prevaleren indien dat conflicteert met het belang van de werkgever(s). Dit volgt uit de

bestemming van het pensioenvermogen en de verplichting van het pensioenfonds om dit vermogen te laten beantwoorden aan die bestemming. Deze voorrangregel is, wat het vermogensbeheer betreft, verwoord in de EU Pensioenrichtlijn. Het pensioenfonds zal de werkgever echter *niet* tot méér kunnen verplichten dan waartoe hij wettelijk of contractueel gehouden is.

Als de financieringsrisico's van de pensioenvoorziening geheel zijn verlegd naar de begunstigden (en de werkgever geen economisch belang meer heeft bij de financiële resultaten van het pensioenfonds) ligt het mijns inziens voor de hand dat het belang van de werkgever nog slechts van geringe betekenis zal zijn in de afwegingen van het pensioenfonds.

De wettelijke regeling van de overeenkomst van opdracht en lastgeving geeft specifieke regelingen met het oog op belangenconflicten. In die gevallen zal het pensioenfonds behoedzaam moeten optreden, bijvoorbeeld indien sprake is van *Selbsteintritt* of het dienen van twee heren.

Ook de belangen van de begunstigden lopen echter niet altijd parallel. Bij alle potentiële belangenconflicten zal het pensioenfonds ten opzichte van alle belanghebbenden zo mogelijk openheid moeten betrachten en blijk moeten geven van een eerlijke en verdedigbare belangenafweging. Het pensioenfonds zal de belanghebbenden moeten informeren; hij is rekenplichtig en zal verantwoording moeten afleggen. Die verplichtingen vloeien voort uit de positie van het pensioenfonds als fiduciaris, uit de PSW en uit de wettelijke regeling omtrent opdracht.

7. Het pensioenfonds mag de aan hem gegeven opdracht (en de daarmee corresponderende taken) zélf uitvoeren, met personeel dat in dienst is van het pensioenfonds. In dat geval spreken we over een zelfadministrerend pensioenfonds. Het pensioenfonds mag nagenoeg al zijn taken uitbesteden. Een dergelijk pensioenfonds heb ik in dit onderzoek aangeduid als een separaat werkend pensioenfonds. Uitbesteding kan uiteraard ook betrekking hebben op een gedeelte van de (kern)taken.

Beide organisatievormen hebben onmiskenbaar voor- en nadelen. Een groot nadeel van uitbesteding is dat het aanleiding geeft tot belangentegenstellingen, "agency-effecten" en "agency-costs". Deze zijn niet eenvoudig te beheersen.

8. In de kern wordt de rechtsverhouding tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden mijns inziens beheerst door de privaatrechtelijke begin-

selen die zien op (i) de door een opdrachtnemer in acht te nemen zorgplicht (ii) potentiële belangenconflicten tussen opdrachtgever en opdrachtnemer en (iii) de op een opdrachtnemer rustende reken- en verantwoordingsplicht. Tal van normen die het pensioenfonds in acht moet nemen op grond van het rechtspersonenrecht én het effectenrecht kunnen tot deze beginselen worden herleid.

9. Op grond van het *rechtspersonenrecht* worden de verhoudingen tussen het pensioenfonds, zijn organen, de bij het pensioenfonds aangesloten werkgever(s) en de begunstigen beheerst door eisen van redelijkheid en billijkheid - goede trouw -. Een tussen hen geldende regel is niet van toepassing voor zover dat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Besluiten van een orgaan van het pensioenfonds dienen te voldoen aan de wettelijke en statutaire eisen, de reglementen van het pensioenfonds en eisen van redelijkheid en billijkheid.

De bestuurder van een pensioenfonds is gehouden tot een behoorlijke taakvervulling. Die verplichting geldt mijns inziens ook voor een lid van de statutaire directie. De leden van het bestuur en de directie worden door de PSW aangeduid als beleidsbepalers. Beleidsbepalers dienen hun taak te vervullen met het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een beleidsbepaler die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult.

De bestuurder van een pensioenfonds staat bloot aan het toezicht ingevolge de artikelen 2:297-298 BW. Hij kan op verzoek van het OM of een belanghebbende door de rechtbank worden ontslagen als hij iets doet of nalaat in strijd met de bepalingen van de wet of van de statuten, dan wel zich schuldig maakt aan wanbeheer. Wanbeheer wordt door de Hoge Raad verstaan als "tekortkomingen ten aanzien van het beheer over het vermogen van de stichting of van de zorg voor de verkrijging van de inkomsten waarover de stichting kan beschikken". Aangezien dit een kern-taak is van elke pensioenfondsbestuurder valt zijn gedrag doorgaans onder het toetsingsbereik van de rechter, zowel wat de rechtmatigheid als de doelmatigheid betreft.

10. Op grond van het enquêterecht kan een onderzoek worden verricht naar mogelijke misstanden bij een rechtspersoon. Indien na onderzoek blijkt dat aan de rechtspersoon wanbeleid wordt verweten kan de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam voorzieningen treffen.



Ik ga ervan uit dat het enquêterecht niet van toepassing is op pensioenfondsen. Niettemin is de in het kader van het enquêterecht gewezen jurisprudentie voor hen relevant. Zij concretiseert de verplichting tot behoorlijke taakvervulling door beleidsbepalers van pensioenfondsen; zij geeft nader inhoud aan het begrip financieel wanbeheer in het stichtingrecht en daarmee impliciet ook aan eisen van juist financieel beheer; zij draagt bij aan de interpretatie van wanbeleid in de zin van artikel 23m PSW, dat aanleiding kan zijn voor de Ondernemingskamer om op verzoek van de PVK een bewindvoerder aan te stellen bij een pensioenfonds.

Uit de jurisprudentie kunnen eisen van formele en materiële zorgvuldigheid worden gedestilleerd. Die kunnen worden toegepast op het beleggingsbeleid van een pensioenfonds.

Eisen van *formele* zorgvuldigheid hebben betrekking op de totstandkoming van het beleid. Uit besluiten en notulen dient te blijken dat alle relevante organen daadwerkelijk bij het besluitvormingsproces zijn betrokken en dat alle ex ante relevante feiten en omstandigheden zijn afgewogen. Dit stelt eisen aan de informatieverstopping over en weer. Belangen dienen op juiste wijze te worden afgewogen. Het beleid dat op juiste wijze tot stand is gekomen behoort dienovereenkomstig te worden uitgevoerd. Een kennelijk onjuiste afweging van belangen kan leiden tot de conclusie dat van wanbeleid sprake is. Een verstrengeling van privé-belangen van beleidsbepalers van pensioenfondsen met het belang van het pensioenfonds kan gegronde redenen opleveren om aan een juist beleid te twijfelen.

Eisen van *materiële* zorgvuldigheid vloeien voort uit de doelstelling van het pensioenfonds. De activiteiten van het pensioenfonds dienen primair bij te dragen aan het financiële belang van de begunstigden. Dit vergt onder meer waakzaamheid ten aanzien van belangenconflicten. Niet iedere incidentele fout van een beleidsbepaler zal als wanbeleid worden aangemerkt, doch een enkele gedraging kan kwalificeren als wanbeleid, bijvoorbeeld als deze voor het pensioenfonds zeer nadelige gevolgen heeft gehad. Eenmalig onzorgvuldig of laakbaar handelen kan zo ernstig zijn dat in strijd is gehandeld met elementaire beginselen van verantwoord "leiderschap". Voor wanbeleid is niet vereist dat aan een beleidsbepaler *persoonlijk* wanbeleid kan worden verweten of dat schade het gevolg is. Additionele eisen van materiële zorgvuldigheid kunnen worden gedestilleerd uit het Vie d'Or-arrest.

11. Het effectenrecht wordt gedomineerd door geconcretiseerde zorgplichten, door bepalingen ter vermijding of regulering van belangenconflicten en door regels die bevorderen dat rekenschap en verantwoording worden afgelegd.

De grootste zorg is dat het pensioenfonds op korte en lange termijn zijn verplichtingen kan nakomen. Met het oog daarop dient het pensioenfonds te voldoen aan eisen van financiële toezichtwetgeving.

Bij het pensioenfonds berust de zorg voor een goede uitvoering van de pensioenregeling, ten behoeve van de bij hem aangesloten werkgevers en begunstigden.

Bij een defined benefit-regeling komt de zorgplicht van het pensioenfonds in overwegende mate tot uiting in een reken- en verantwoordingsplicht. Bij een defined contribution-regeling krijgt de zorgplicht een andere dimensie, in het bijzonder indien deze regeling keuzes biedt aan de deelnemer. Het pensioenfonds dat een dergelijk product aanbiedt zal moeten voldoen aan effectenrechtelijke eisen. Het pensioenfonds moet onderzoeken of dit product past bij de behoeften en financiële draagkracht van de deelnemer. Het pensioenfonds zal de deelnemer moeten informeren over de risico's van het product en de mogelijke gevolgen van zijn beleggingskeuzes.

12. Zorgplichten, belangenconflicten, rekenschap en verantwoording spelen een rol in de discussie rond corporate governance. Aandeelhoudersrechten hebben een zekere waarde; de op het pensioenfonds rustende zorgplicht brengt mee dat het pensioenfonds die rechten beheert. Indien daarbij belangenconflicten rijzen dient het belang van de begunstigden te prevaleren. Over de uitoefening van de aandeelhoudersrechten dient het pensioenfonds verantwoording af te leggen.

13. Corporate governance heeft een discussie over het pensioenfonds en de pensioenregeling op gang gebracht. Er zijn in pensioenverhoudingen verbeteringen mogelijk op het gebied van doelstellingen, transparantie, toezicht, verantwoording en zeggenschap. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de zeggenschap over de pensioenregeling ("*pension governance*") en de organisatorische inrichting van het pensioenfonds ("*pension fund governance*").

De *pension fund governance* behoeft heroverweging, in het licht van de eisen die aan het pensioenfonds en zijn beleidsbepalers worden gesteld

zoals hierboven aangegeven. Mijns inziens behoort het orgaan dat formeel verantwoordelijk is voor de leiding van het pensioenfonds ook *de facto* leiding te geven. De leden van dit orgaan dienen deskundig te zijn.

De uiteindelijke zeggenschap in het pensioenfonds dient te berusten bij degenen die het economisch risico dragen: de belanghebbenden. Zij moeten kunnen beschikken over correctiemiddelen, indien het pensioenfonds andere belangen dient dan hún belangen. Dit kan gestalte krijgen door middel van een orgaan waarin vertegenwoordigers van alle belanghebbenden zitting nemen ("college van belanghebbenden"). Dit orgaan dient toezicht te houden op het bestuur. Het bestuur legt aan dit orgaan verantwoording af.

Bij de organisatorische inrichting van het pensioenfonds dient ook overigens te worden gestreefd naar terugdringing van potentiële belangenconflicten. Uit dien hoofde geef ik de voorkeur aan een zelfadministrerend pensioenfonds boven een separaat werkend pensioenfonds.

Pensioenfondsen dienen te professionaliseren, te profiteren van mogelijke schaalvoordelen en het risicodraagvlak zoveel mogelijk te spreiden over deelnemers, gepensioneerden en toekomstige generaties. Met het oog daarop dient het bestaande aantal pensioenfondsen aanzienlijk te worden teruggebracht. Dit vereist een zekere uniformering van een "basis-pensioenvoorziening", aan te vullen met werkgeversspecifieke regelingen.

De inhoud van de pensioenregeling zou ik willen rekenen tot het onderwerp *pension governance*. De verantwoordelijkheid voor de inhoud van de pensioenregeling berust primair bij werkgevers en werknemers respectievelijk hun belangenorganisaties die onderhandelen over arbeidsvoorwaarden. Zij wenden zich met het onderhandelingsresultaat tot het pensioenfonds met het verzoek dit uit te voeren. Het pensioenfonds zal dit moeten weigeren als hij van oordeel is dat het onderhandelingsresultaat niet naar behoren kan worden uitgevoerd.

14. De PSW eist dat pensioenfondsen solide beleggen. In internationale studies wordt de "soliditeitseis" beschouwd als *een prudent person-regel*. Dat lijkt mij juist, gelet op de materiële betekenis van beide begrippen. De prudent person-regel vindt zijn oorsprong in het Amerikaanse trustrecht en is daarin tot ontwikkeling gekomen. Op grond van de Pensioenrichtlijn zullen pensioenfondsen binnenkort een beleggingsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met deze regel.

In de prudent person-regel komen veel van de hierboven genoemde onderwerpen samen. De regel heeft een breed bereik; zij ziet op de behartiging van de *juiste* belangen, op deskundigheid, rekening en verantwoording. Centraal staat de zorgvuldigheid van het beleggingsproces en het risico- en rendementsprofiel van een *beleggingsportefeuille*; het risico van een individuele belegging is in beginsel niet relevant. De prudent personregel stelt het belang van de begunstigde voorop. In de Pensioenrichtlijn wordt onderkend dat de prudent person-regel hoge eisen stelt aan de kwaliteit van de "governance" van een pensioenfonds: deskundige leiding, toezicht, transparantie en verantwoording.

Het verdient aanbeveling bij de ontwikkeling van de prudent person-regel in Europa aansluiting te zoeken bij de Amerikaanse Uniform Prudent Investor Act ("UPIA"). De beginselen die daarin tot uitdrukking komen stemmen overeen met de heersende beleggingstheorieën. Bovendien zijn die beginselen dynamisch: zij houden rekening met nieuwe inzichten op het gebied van zorgvuldig vermogensbeheer. Aansluiting bij de UPIA draagt voorts bij aan een "transatlantische" of zelfs universele interpretatie van de prudent person-regel. Het belang daarvan kan moeilijk worden overschat, gelet op het grensoverschrijdende karakter van financiële dienstverlening. Een uniforme interpretatie van de prudent person-regel zal begripsverwarring voorkomen en de rechtszekerheid bevorderen

## CHAPTER 9

### SUMMARY AND CONCLUSIONS

1. The pension is a periodic payment which eases the financial consequences of the loss of income associated with the attainment of a certain age, incapacity or death. The pension is an employment condition that is specified in greater detail in a pension agreement, which is a tripartite contract between the employer, the pension fund and the employee. It could be argued that the pension agreement includes a third-party clause in favour of the employee's relatives, former spouse or partner. After the third-party clause has been accepted, they are party to the pension agreement.

A distinction is made between two types of pension scheme: on the one hand "defined benefit", whereby the employee is promised a *pension* which is related to his salary and length of service, and on the other hand "defined contribution", whereby the employer promises a *pension contribution* which can be used to obtain a pension.

The capital which serves to guarantee the pension obligations, including the pension contributions, is collected in the pension fund. The pension fund must invest this capital on behalf of the collective membership in order to finance the pension obligations.

In the Netherlands, the pension obligations must be fulfilled in accordance with the funding system. The pension fund's assets, together with the expected income, must be sufficient to cover the pension obligations. The bulk of the financing is provided *de facto* by the investment income. This underlines the importance of good investment management.

2. A defined benefit pension product has undeniable advantages. It offers the possibility of obtaining a salary-linked indexed pension at a price which is the same for all members (an average contribution). The fact that membership is compulsory by law means that the risk can be spread across generations. This reduces the actuarial and investment risks.

But there are also disadvantages. The employers and employees must surrender their power to dispose of the funds set aside for pensions to the pension fund. Furthermore, the average contribution and the "inter-generational solidarity" are not very attractive to the young generation. One objection is that the pension contract tends to be incomplete; whether the entitlements are unconditionally vested and enforceable is vaguely defined. This has to do with the very long term and the complex financing relationships which characterise the pension contract.

This pension product becomes more attractive if the disadvantages are partly or fully eliminated. This research may contribute to this. I have sought to make clear what the stakeholders are entitled to expect of the pension fund as the manager of the pension capital. To this end I have investigated the nature of the legal relationship between the pension fund and its stakeholders.

3. I take stakeholders to mean those who have an economic interest in the financial results of the pension fund: the (former) members, the pensioners and the "other stakeholders", including the employer(s). I also distinguish the "beneficiaries": those who are or will be wholly or partly dependent on the pension fund for their living. Beneficiaries are the stakeholders (as defined above) *excluding* the employer(s).

Future changes in the financing relationships between an employer and the pension fund may lead to the conclusion that an employer no longer has any relevant financial interest in the financial results of the pension fund. From that moment there are grounds to reconsider the position of the employer as a "stakeholder".

4. On the basis of the pension agreement a fiduciary legal relationship comes into being between the pension fund and the stakeholders. This can be traced back to the Roman law concept of *fiducia cum amico*. The separation between the legal entitlement ("ownership") and the economic interest, which is a distinctive feature of a fiduciary legal relationship, also occurs in a pension fund. The pension capital belongs to the pension fund; the economic risk lies with the stakeholders. The concept of *fiducia cum amico* fits in with prevailing Dutch civil law. A condition is that all the rights *in rem* which the law attaches to "ownership" accrue to the *fiduciaris*. That is the case in the relationship between the pension fund and its stakeholders. In substantive terms, the pension fund has all the major characteristics of an Anglo-American trust. It can therefore be argued with greater force that a pension fund operates on the basis of *fiducia cum amico*. It is generally accepted that *fiducia cum amico* should be seen as the Dutch form of the

trust. This justifies consulting trust law in order to clarify the legal relationships between the pension fund and its stakeholders. The *fiducia*, the trust and the pension fund reinforce each other; gaps that arise when assessing the position of the pension fund under Dutch law can thus be filled.

5. The pension capital is entrusted to the pension fund by the stakeholders, in the expectation that it will use the capital in accordance with the mandate given to it. This mandate - which is embodied in the pension agreement - broadly requires the pension fund to carry out three core tasks: rights administration, investment management and information provision. In my opinion the employer should be seen in this relationship as the principal of the pension fund, but all stakeholders can demand that the pension fund fulfil the mandate, to the extent that the mandate and the corresponding tasks concern them.

In carrying out its work, the pension fund is required to exercise the standard of care which would be expected of an agent exercising due care. In its role as an asset manager, the pension fund must deliver a performance which as a minimum meets the requirements applicable to a reasonably competent and reasonably acting professional asset manager.

6. In fulfilling its mandate, the pension fund must serve the interests of the employer(s) and the beneficiaries. This follows from the Pensions and Savings Funds Act ("Pensioen- and spaarfondsenwet") and from the contractual relationship between the employer(s), the pension fund and the beneficiaries. The interests of the employer(s) and of the beneficiaries do not always run in parallel. In my opinion the pension fund should allow the interest of the beneficiaries to prevail if it conflicts with the interest of the employer(s). This follows from the purpose of the pension capital and the obligation upon the pension fund to ensure that the capital fulfils this purpose. As far as investment management is concerned, this priority rule is set out in the EU Pensions Directive. However, the pension fund is *not* able to oblige the employer to do more than he is legally or contractually bound to do.

If the financing risks of the pension have been transferred entirely to the beneficiaries (and the employer has no further economic interest in the financial results of the pension fund), in my view it is obvious that the

interest of the employer will be of limited significance in the assessments made by the pension fund.

The legal terms governing the agreement by which the mandate is conferred include specific provisions relating to conflicts of interest. In these cases the pension fund must act cautiously, for example if there is *Selbsteintritt* ("selfdealing") or the serving of two masters.

It is also the case that the interests of the beneficiaries are not always aligned. In all potential conflicts of interest the pension fund must endeavour to maintain the maximum possible openness vis-à-vis all stakeholders and demonstrate that it has weighed up the various interests in a fair and justifiable way.

The pension fund must keep the stakeholders informed; it is accountable and must report on its activities. These obligations result from the pension fund's role as a *fiduciarius*, from the Pensions and Savings Funds Act and from the legal provisions concerning mandates.

7. The pension fund may fulfil the mandate entrusted to it (and the corresponding tasks) itself, using personnel employed by the pension fund. In such cases we speak of a self-administering pension fund. On the other hand, it may outsource almost all of its tasks. In this research I have described such a pension fund as a separately operating pension fund. It is of course also possible to outsource the (core) tasks partly.

Both types of organisation have undeniable advantages and disadvantages. A major disadvantage of outsourcing is that it gives rise to opposing interests, agency effects and agency costs. These are not easy to control.

8. In my view, the legal relationship between the pension fund and its stakeholders is governed essentially by the private law principles relating to (i) the duty of care on the part of an agent (ii) potential conflicts of interest between the principal and the agent and (iii) the accountability of the agent. Many of the standards which the pension fund is required to fulfil on the basis of the law of legal entities and securities laws can be traced back to these principles.

9. On the basis of the law of legal entities, the relationships between the pension fund, its constituent bodies, the employer(s) affiliated to the pension fund and the beneficiaries are governed by requirements relating



to reasonableness and fairness - good faith. A rule governing their relationship will not be applicable if it were unacceptable based on criteria of reasonableness and fairness. Decisions taken by a constituent body of the pension fund must satisfy the requirements of the law and the articles of organisation, the regulations of the pension fund and the requirements of reasonableness and fairness.

A member of the governing board of a pension fund is required to fulfil his tasks in a proper manner. In my view, this obligation also applies to a member of the statutory board of directors. The members of the governing board and the board of directors are designated as "policymakers" by the Pensions and Savings Funds Act. Policymakers must fulfil their tasks with the judgement and care which may be expected of a policymaker who is employed for the purpose of policymaking and who fulfils his tasks meticulously. A member of the governing board of a pension fund is subject to the supervision resulting from articles 2:297-298 of the Netherlands Civil Code. On the application of the Public Prosecutor or a stakeholder, he can be dismissed by a court if he does or neglects to do something in contravention of the law or the articles of organisation or is guilty of mismanagement. The Supreme Court ("Hoge Raad") defines mismanagement as "shortcomings with regard to the management of the financial resources of the foundation or the responsibility for obtaining any income to which the foundation is entitled". Since this is a core task of every member of a pension fund's governing board, his conduct will generally be within the purview of the court, in terms of both its lawfulness and its suitability.

10. On the basis of the corporate investigative procedure ("Enquête-procedure"), an investigation can be carried out into possible abuses within a legal entity. If such investigation reveals that the legal entity is guilty of mismanagement, the Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeal ("Ondernemingskamer") may impose measures.

I have assumed that the corporate investigative procedure does not apply to pension funds. Nevertheless, case law relating to this procedure is relevant to pension funds. It enshrines the obligation upon pension fund policymakers to fulfil their duties in a proper manner; it gives further substance to the concept of financial mismanagement in the law of foundations and hence implicitly also to the requirements of appropriate financial management; it contributes to the interpretation of mismanage-

ment within the meaning of article 23m of the Pensions and Savings Fund Act, which may constitute grounds for the Enterprise Chamber, on the application of the Pensions and Insurance Supervisory Authority, to appoint a receiver to a pension fund.

From the case law it is possible to deduce requirements in terms of formal and material care. These can be applied to the investment policy of a pension fund. Requirements of *formal* care relate to the formation of the policy. It must be clear from all the decisions and minutes that all the relevant bodies have actually been involved in the decision-making process and that all *ex ante* relevant facts and circumstances have been considered. This makes demands upon the information provision vice versa these bodies. Interests must be weighed up appropriately. The policy, having been appropriately formed, must be implemented accordingly. Any apparently inappropriate weighing up of interests may lead to the conclusion that mismanagement has occurred. An interweaving of private interests of pension fund policymakers and those of the pension fund itself can be valid grounds for doubting the appropriateness of the policy.

Requirements of *material* care result from the objective of the pension fund. The pension fund's activities must contribute primarily to the financial interest of the beneficiaries. This requires alertness to possible conflicts of interest. Not every occasional error by a policymaker will be deemed to constitute mismanagement, but a single action can qualify as mismanagement, for example if it has had very detrimental consequences for the pension fund. A single careless or negligent action can be so serious that it contravenes elementary principles of sound "leadership". A policymaker does not have to be considered guilty of mismanagement *personally* and damage does not have to have resulted for mismanagement to have occurred. Additional requirements of material care can be deduced from the Supreme Court's "Vie d'Or" judgement.

11. Securities laws are dominated by specific duties of care, provisions aimed at avoiding or regulating conflicts of interest and rules which promote accountability.

The major concern is that the pension fund should be able to meet its obligations in the short and long term. To this end, the pension fund must meet requirements set out in legislation on financial supervision.

The pension fund is responsible for ensuring that the pension scheme is implemented properly on behalf of its affiliated employers and beneficiaries. In a defined benefit scheme, the pension fund's duty of care is reflected predominantly in its accountability. In a defined contribution scheme, the duty of care takes on another dimension, particularly if this scheme provides members with choices. The pension fund which offers such a product must fulfil the requirements of securities laws. The pension fund must investigate whether this product accords with the requirements and financial resources of the member. The pension fund must inform the member of the risks associated with the product and the possible consequences of his investment choices.

12. Duties of care, conflicts of interest and accountability all play a role in the debate on corporate governance. Shareholders' rights have a certain value; the duty of care incumbent upon the pension fund means that the pension fund has to manage those rights. If conflicts of interest arise, the interest of the beneficiaries must prevail. The pension fund must account for the exercising of the shareholders' rights.

13. The issues relating to corporate governance have triggered a debate on the pension fund and the pension scheme. In pension relationships there is scope for improvement with regard to objectives, transparency, supervision, accountability and control. A distinction can be drawn between control of the pension scheme (*pension* governance) and the organisational structure of the pension fund (*pension fund* governance).

*Pension fund* governance needs to be reconsidered in the light of the requirements placed upon the pension fund and its policymakers, as stated above. In my view, the body which is formally responsible for the management of the pension fund must also provide the *de facto* management. The members of this body must have expertise in this area.

The ultimate control of the pension fund must lie with those who bear the economic risk: the stakeholders. They must have a means at their disposal to make corrections if the pension fund serves interests other than theirs. This may take the form of a board consisting of representatives of all stakeholders. This body must supervise the governing board. The governing board must account to this body.

Efforts must also be made to reduce potential conflicts of interest in the organisational structure of the pension fund. In this regard my preference

is for a self-administered pension fund rather than a separately operating pension fund.

Pension funds must professionalise, take advantage of possible economies of scale and spread the risk as widely as possible among their members, pensioners and future generations. With this in mind, the number of pension funds currently in existence needs to be reduced considerably. This will require a certain uniformity in a "basic pension-scheme", to be supplemented with employer-specific schemes.

The content of the pension scheme is something I would ascribe to the subject of *pension* governance. The responsibility for the content of the pension scheme lies primarily with the employers and employees, or with their interest groups which negotiate on employment conditions. They convey the results of the negotiations to the pension fund and request it to implement them. The pension fund must refuse to do so if it deems that the results of the negotiations cannot be implemented properly, for example if the financing arrangements are not satisfactory.

14. The Pensions and Savings Fund Act requires that pension funds invest solidly. In international studies the "solidity requirement" is considered to be a prudent person-rule. I believe this is correct, having regard to the substantive meaning of the two terms. The prudent person-rule has its origin in American trust law and that is where it developed. Under the terms of the EU Pensions Directive, pension funds will soon be required to conduct an investment policy which complies with this rule.

Many of the above subjects converge in the prudent person-rule. The scope of the rule is broad: it covers the protection of the *right* interests, expertise, accountability and responsibility. Its focus is on the prudence of the investment process and the risk-return profile of an investment *portfolio*; the risk attaching to an individual investment is in principle irrelevant. The prudent person-rule gives precedence to the interest of the beneficiary. The Pensions Directive acknowledges that the prudent person-rule makes heavy demands on the quality of the governance of a pension fund: professional management, supervision, transparency and responsibility.

It is recommended that in its further development the prudent person-rule in Europe should be aligned with the American Uniform Prudent Investor Act ("UPIA"). The principles set out in this act are in line with the prevailing investment theories. Moreover, the principles are dynamic: they

*Summary and conclusions*

take account of new insights in the field of prudent investment management. Alignment with the UPIA will also contribute to a "transatlantic" or even universal interpretation of the prudent person-rule. It is difficult to overstate the importance of this, having regard to the cross-border nature of financial services. A uniform interpretation of the prudent person-rule will avoid conceptual confusion and promote legal security.

## WETSARTIKELREGISTER

### Algemene wet bestuursrecht

10:13 § 5.5

### Beleidsregels beleidsbepaling en toetsing pensioenfondsen

1 § 2.10.2  
2 § 2.10.2, 6.3  
5 lid 1 § 6.3  
6 § 6.2, 6.3

### Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen

1 § 2.10, 2.10.2, 2.10.3  
3 § 2.10.3

### Besluit actuariële en bedrijfstechnische nota ("Besluit abtn")

2-4 § 6.4  
5 § 6.4  
7 § 6.4

### Besluit financiële bijsluiter ("Besluit FB")

1 § 6.7.2

### Besluit toezicht beleggingstellingen ("Btb")

5 § 6.6

### Burgerlijk Wetboek (oud)

832 § 6.6  
829 e.v. § 1.5

### Boek 1 Burgerlijk Wetboek ("BW")

1:2 § 6.9.3  
1:212 § 6.9.3

### Boek 2 Burgerlijk Wetboek ("BW")

2:8 § 5.1, 5.4, 5.5, 5.6.1, 5.6.2, 5.6.3  
2:9 § 5.1, 5.4, 5.5, 5.6.3, 5.9  
2:15 § 5.1, 5.4, 5.5, 5.6.1, 5.6.2  
2:18 lid 8 § 6.9.3  
2:30 § 2.3

*Wetsartikelenregister*

2:285	§ 5.2, 5.3
2:291 lid 1	§ 6.9.2
2:297	§ 5.1, 5.7, 5.10, 9.9
2:298	§ 5.1, 5.7, 5.8, 5.9, 5.10, 9.9
2:304	§ 5.2
2:344	§ 5.1, 5.8
2:345	§ 5.8
2:346	§ 5.8
2:347 lid 2	§ 5.8
2:348	§ 5.8
2:350	§ 5.9
2:355	§ 5.8, 5.9, 5.9.2
2:356	§ 5.1
2:358	§ 5.8
2:359	§ 5.8
2:360 lid 3	§ 4.4.3

**Boek 3 Burgerlijk Wetboek ("BW")**

3:9 lid 2	§ 3.2
3:15a	§ 4.3.1
3:37	§ 2.5
3:84 lid 3	§ 3.4
6:2	§ 2.5, 3.13, 5.5
6:3	§ 2.8.1
6:76	§ 6.9.2
6:215	§ 4.2, 4.3
6:231 e.v.	§ 2.5
6:233	§ 2.5
6:245	§ 2.5
6:248	§ 2.5, 3.13, 4.2, 5.5
6:253	§ 2.5
6:258	§ 3.13, 5.5
3:259	§ 3.4

**Boek 7 Burgerlijk Wetboek ("BW")**

7:400	§ 3.8, 4.2, 4.3
7:400 lid 2	§ 4.4.4
7:401	§ 4.2, 4.4.1, 6.5, 6.6, 7.4
7:402	§ 4.4.2, 5.4
7:403	§ 4.4.3, 5.4, 6.7.1

7:404	§ 4.4.4, 5.4
7:408	§ 4.2, 4.4.2
7:411	§ 4.2
7:412	§ 4.2
7:413	§ 4.2
7:414	§ 4.2
7:415	§ 4.3, 4.5
7:416	§ 4.5.1, 5.4
7:417	§ 4.5.2, 5.4
7:418	§ 4.5.1, 4.5.3, 5.4
7:420	§ 3.5, 3.11, 4.2, 4.6
7:421	§ 3.5, 4.2, 4.6
7:423	§ 3.5, 4.2, 4.3, 4.5, 4.6
7:424	§ 3.5, 4.2, 4.3, 4.5, 4.6
7:448	§ 4.4.3
7:453	§ 4.4.1
7:460	§ 4.4.2
7:610	§ 5.4

**CESR Proposal for the EU regime of investor protection**

§ 3.2	§ 6.6, 6.7.2
-------	--------------

**Internal Revenue Code**

401 (k)	§ 6.7.2
---------	---------

**Nadere regeling financiële bijsluiter**

Bijlage 1	§ 6.7.2
-----------	---------

**Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 ("NRgt 2002")**

12	§ 6.4, 6.6
19	§ 6.2, 6.6
22	§ 6.2
25	§ 1.5, 6.6, 7.8
27	§ 6.6
28	§ 6.6
29	§ 6.6
30	§ 6.6
33	§ 6.6
43	§ 6.9.1



*Wetsartikelenregister*

**Nadere regeling prudentieel toezicht effectenverkeer 2002 ("NRpt 2002")**

1	§ 3.4
9	§ 6.4

**Notariswet**

22	§ 3.11
----	--------

**OECD Guidelines for Pension Fund Governance**

2	§ 6.9.1
---	---------

**Pensioen- en spaarfondsenwet ("PSW") (oud)**

14	§ 7.3
----	-------

**Pensioen- en spaarfondsenwet ("PSW")**

1	§ 2.2, 2.3, 3.6
1 lid 1	§ 2.2, 2.3, 3.6
2 lid 1	§ 2.5
2 lid 4	§ 3.2
2 lid 5	§ 2.10.2, 3.6, 3.9
2 lid 7	§ 2.5, 2.10.2, 3.6
3 lid 2	§ 3.2
3a	§ 3.8, 6.4
4	§ 2.3, 3.11, 5.1, 5.2, 5.6.2
5 lid 2	§ 6.3
5 lid 3	§ 6.3
5 lid 4	§ 2.4, 2.8.4, 4.4.2, 5.6.3, 6.3, 6.5, 6.7
5 lid 5	§ 4.3.1, 5.5
5 lid 8	§ 6.3
6	§ 2.3, 2.10.1, 5.4, 6.3
6a	§ 2.3, 3.8
6b	§ 2.3, 4.4.3, 5.6.2, 5.9.1
6e	§ 2.3
7	§ 5.6.2, 6.2
7 lid 1	§ 2.3, 2.5, 3.7, 3.8, 4.3, 6.2, 7.6
8	§ 2.7.2, 4.3.2, 4.4.3
8a lid 4	§ 4.3.2, 4.4.3
9	§ 2.8.3, 2.10.2
9a	§ 2.7.1, 2.8.2, 4.3.1
9b	§ 2.3, 4.5.1, 5.9, 6.4, 7.1, 7.3, 7.4, 7.5
9c	§ 2.8.2, 5.6.3, 6.3, 6.4
9d	§ 6.4
10b	§ 4.3.1, 4.4.3

11	§ 4.4.3
17	§ 4.3.2, 4.4.3, 5.6.2
17a	§ 4.3.2, 4.4.3
18	§ 5.6.2, 6.3
23	§ 4.4.2
23b	§ 2.4, 4.3.2
23l	§ 4.4.2
23m	§ 4.4.2, 5.1, 5.8, 5.9, 5.10, 9.10
32-32b	§ 2.4
32a	§ 2.5, 5.6.2
32b	§ 3.2
32h	§ 4.3.2, 4.4.3
32ba	§ 2.5

**Pensioenrichtlijn**

2	§ 5.2
7	§ 7.9
8	§ 6.4
9 lid 1	§ 6.9.1, 6.9.3, 7.5, 7.9
11	§ 4.4.3, 5.6.1, 6.7.1, 6.7.2
12	§ 4.4.3, 6.7.1, 7.9
13	§ 7.9
18	§ 3.7, 6.2, 6.5, 6.9.3, 7.2, 7.9
19 lid 1	§ 6.9.3
20	§ 5.2, 7.2
21 lid 1	§ 7.9
22	§ 6.2, 7.1

**Regeling houdende wijziging van de NRgt 2002**

1	§ 6.1
---	-------

**Regeling taakafbakening pensioenfondsen ("Regeling Taakafbakening")**

4	§ 2.9
---	-------

**Uitvoeringsregeling ex artikel 14 Wtb**

1	§ 6.9.1
---	---------

**Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995 ("Vrijstellingsregeling Wte 1995")**

2 lid 1	§ 6.9.1
16	§ 6.1

*Wetsartikelenregister*

**Vrijstellingsregeling Wet toezicht kredietwezen 1992**

1 § 6.9.1

**Wet op de loonbelasting 1964**

11 lid 1 § 2.9

18a § 1.3

38a § 1.3

**Wet op de ondernemingsraden**

2 lid 1 § 5.8

**Wet op de vennootschapsbelasting 1969**

2 lid 1 § 5.3

**Wet toezicht beleggingsinstellingen ("Wtb")**

1 § 1.5, 3.4

5 lid 1 § 6.3

14 § 6.9.1

**Wet toezicht effectenverkeer 1995 ("Wte 1995")**

1 onder c. § 1.5, 6.1

7 § 6.1

11 lid 1 § 6.3

18a § 6.1, 6.2

46 § 6.2

**Wet toezicht kredietwezen 1992 ("Wtk 1992")**

9 § 6.3

**Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 ("Wtv 1993")**

1 § 2.2

13 § 2.9

29 § 6.3

66 § 2.9

68 § 2.9

**Wet verevening pensioenrechten**

2 § 2.4

**Wet verplichte deelneming bedrijfstakpensioenfonds 2000 ("Wet Bpf 2000")**

2 § 2.3, 2.5

3 § 2.3, 2.5

8 lid 2 § 1.3

## RECHTSPRAAKOVERZICHT

HR 29 november 1850, W. 1179	§ 5.2
HR 7 februari 1851, W. 1200	§ 4.4.3
HR 4 april 1851, W. 1215	§ 5.2
HR 25 januari 1929, NJ 1929, 616 (Bierbrouwerij)	§ 3.4
HR 14 juni 1929, NJ 1929, 1434, W. 12009 (BUMA)	§ 3.4
HR 11 maart 1932, NJ 1932, 699 (Paul Tétar van Elven)	§ 5.2
HR 21 maart 1958, NJ 1961, 167	§ 4.4.3
HR 3 januari 1975, NJ 1975, 222 (Stichting Werkende Jeugdigen)	§ 5.7
HR 22 december 1989, NJ 1990, 412 (Hulp voor Sahel)	§ 5.7
HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (Ogem)	§ 5.9.1, 5.9.2
HR 26 april 1991, NJ 1991, 455 (Benjaddi-Neve)	§ 4.4.1
HR 2 december 1994, NJ 1995, 548	§ 4.4.3
HR 29 september 1995, NJ 1998, 81 (ABN AMRO-Hendriks)	§ 6.6
HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360 (Staleman)	§ 5.6.3
HR 15 januari 1997, NJ 1997, 368 (Vie d'Or)	§ 5.8, 5.10
HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192 (Rabobank-Everaars)	§ 6.6
HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285 (Mees Pierson-Ten Bos)	§ 6.6
HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660 (Van de Klundert-Rabobank)	§ 6.6
HR 31 mei 2000, NJ 2000, 555 (Vie d'Or)	§ 5.9.2, 5.10
HR 9 juni 2000, NJ 2000, 460 (Beroepsaansprakelijkheid advocaat)	§ 4.4.1, 6.6
HR 14 juni 2002, NJ 2002, 495 (Geldnet)	§ 6.9.2
HR 14 juni 2002, NJ 2003, 112 (Bramer-Hofman)	§ 2.5
HR 18 oktober 2002, NJ 2003, 258 (Pieterse-Nationale Nederlanden)	§ 3.9
HR 29 november 2002, NJ 2003, 455 (Schwandt-Berghuizer Papierfabriek)	§ 5.6.3
HR 4 april 2003, NJ 2003, 538 (Skipper Club-Jaarsma)	§ 5.6.3
HR 13 juni 2003, RvdW 2003, 108 (Beatrixziekenhuis)	§ 3.11
HR 20 februari 2004, RvdW 2004, 34 (Pensioenfonds DSM-Fox)	§ 2.5, 3.9
Hof Amsterdam (OK) 26 april 1972, AA 1974, p. 124 (Schenkkan)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 15 november 1973, NJ 1974, 293	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 22 januari 1976, NJ 1977, 341 (Wien & Barten)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 5 oktober 1978, geciteerd in NJ 1980, 71 (Batco)	§ 5.9.1, 5.9.2
Hof Amsterdam (OK) 21 juni 1979, NJ 1980, 71 (Batco)	§ 5.9.1, 5.9.2
Hof Amsterdam (OK) 10 december 1981, NJ 1983, 24 (Ford)	§ 5.9
Hof Amsterdam (OK) 17 maart 1983, NJ 1984, 462	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 14 april 1983, rol.nr. 1/83	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 23 juni 1983, NJ 1984, 571 (Hyster)	§ 5.9

*Rechtspraakoverzicht*

Hof Amsterdam (OK) 29 augustus 1985, NJ 1986, 578 (Howson Algraphy)	§ 5.9, 5.9.2
Hof Amsterdam (OK) 8 oktober 1987, TVVS 1988, p. 124	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 3 december 1987, De NV 1988, p. 78	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 21 juli 1988, rolno. 23/88	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 7 januari 1988, NJ 1989, 827 (Bredero)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 7 december 1989, NJ 1990, 242 (Bredero)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 22 maart 1990, De NV 1990, p. 181	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88; TVVS 1993, p. 242 (MDS)	§ 5.6.2, 5.8
Hof Amsterdam (OK) 26 september 1991, NJ 1992, 310 (HABO-VHS)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 24 september 1992, TVVS 1992-12 (Nedlloyd-Hagen)	§ 4.5.3, 5.6.2
Hof Amsterdam (OK) 15 september 1994, TVVS 1995, p. 51 (Kerstens)	§ 5.9.1
Hof Amsterdam (OK) 1 december 1994, De NV 1995, p. 61	§ 5.9.1
Rb. 's-Hertogenbosch 5 december 1941, NJ 1942, 432	§ 5.6.2
Rb. Utrecht 24 februari 1943, NJ 1943, 862	§ 5.6.2
Rb. Amsterdam 12 november 2003, JOR 2004, 14	§ 6.7.2
DSI 30 oktober 2003, JOR 2004, 12	§ 6.6
DSI 10 december 2003, JOR 2004, 20	§ 6.7.2
DSI 8 januari 2004, JOR 2004, 52	§ 6.6

## LIJST VAN DE BELANGRIJKSTE GERAADPLEEGDE LITERATUUR

### *Alsma (2003)*

M.J. Alsma en G.R. Boshuizen, Toezicht op pensioenregelingen, Serie Pensioenwizers deel 18, Deventer 2003

### *Ambachtsheer (1998)*

K.P. Ambachtsheer en D.D. Ezra, Pension Fund Excellence, John Wiley & Sons, Inc., 1998

### *Ambachtsheer (2000)*

K.P. Ambachtsheer, De Amerikaanse 'pension deal', in: Transparante pensioenfondsen, ESB 4269 (2000)

### *Ambachtsheer (2003)*

K.P. Ambachtsheer, Redesigning DB pension plans: The case for "risk-sharing co-operatives", in: The Ambachtsheer Letter nr. 209 (2003)

### *Arterian (1997)*

S. Arterian, Prudent experts: Can not using derivatives to achieve its objectives put a plan sponsor at risk of a lawsuit, in: Plan Sponsor December-January 1997

### *Asser-Clausing-Wansing (2001)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 5-VI, De verzekeringsovereenkomst, eerste druk, bewerkt door P. Clausing en J.H. Wansink, Deventer 2001

### *Asser-Van der Grinten-Maeijer (1997)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 2-II, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De Rechtspersoon, achtste druk, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer 1997

### *Asser-Hartkamp 4-I (2000)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 4-I, Verbintenissenrecht, De verbintenis in het algemeen, elfde druk, bewerkt door A.S. Hartkamp, Deventer 2000

### *Asser-Kleijn (1988)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel IV, Bijzondere overeenkomsten, vierde/vijfde druk, bewerkt door W.M. Kleijn, Zwolle 1988

### *Asser-Kortmann (1994)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 5-III, Bijzondere overeenkomsten, zevende druk, bewerkt door S.C.J.J. Kortmann, L.J.M. de Leede en H.O. Thunnissen, Deventer 1994

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Asser-Maeijer 2-III (2000)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 2-III, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, De naamloze en de besloten vennootschap, tweede druk, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer 2000

*Asser-Mijnssen-De Haan (2001)*

Mr. C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Deel 3-1, Algemeen goederenrecht, veertiende druk, bewerkt door F.H.J. Mijnssen en P. de Haan, Deventer 2001

*Barendrecht (1999)*

J.M. Barendrecht, De schimmige status van het advies, in: NJB 1999-29

*Barendrecht (2002)*

J.M. Barendrecht, Een bijsluiter hoort erbij, in: NJB 2002-27

*Bauer en Günster (2003)*

R. Bauer en N. Günster, Goed bestuur loont voor beleggers, in: ESB 4401 (2003)

*Bauer, Günster en Otten (2003)*

R. Bauer, N. Günster en R. Otten, Empirical evidence on corporate governance in Europe, working paper 2003

*Beckman (1997)*

H. Beckman, Verslaggeving verzekeraars en pensioenfondsen; mede in verband met de aansprakelijkheid, in: Informatieverplichtingen, verslaglegging en aansprakelijkheid, serie Pensioenactualiteiten nr. 2, Amsterdam 1997

*Besley & Prat (2003)*

T. Besley & A. Prat, Pension fund governance and the choice between defined benefit and defined contribution plans, working paper 2003

*Bezooyen (2003)*

J. van Bezooyen, Pensions, the corporate perspective, in: Fiducie 2003-3

*Bijkerk en Schuurman (2002)*

R.O. Bijkerk en A. Schuurman, Ramen en deuren open (frisse wind door het pensioengebouw), uitgave van Nyfer (Forum for Economic research), Breukelen 2002

*Blanco Fernández (2002)*

J.M. Blanco Fernández, Het toepassingsbereik van artikel 2:8 BW, in: Onderneming en 10 jaar nieuw burgerlijk recht, Serie Onderneming en Recht deel 24, Deventer 2002

*Bod (1979)*

Th.L.J. Bod, Pensioen en privaatrecht, dissertatie, Alphen aan den Rijn 1979

*Bod (1991)*

Th.L.J. Bod, Het pensioenbegrip, Preadvies voor de vergadering van de Vereniging voor Pensioenrecht, Zwolle 1991

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Bod (1996)*

Th.L.J. Bod, De autonomie van de pensioenregeling en van de uitvoering daarvan door het pensioenfonds, in: Onverdeeld vermogen, Uitgave van het Coördinatieorgaan Samenwerkende Ouderenorganisaties (CSO), Utrecht 1996

*Boender, Steenkamp en Vos (2003)*

G. Boender, T. Steenkamp en M. Vos, European technical provisions and investment rules: a qualitative and quantitative analysis, in: *Fiducie* 2003-3

*Boer (2003)*

R. Boer, Focusbeleggen met Warren Buffett, more an art than a science, in: *VBA* jaarnaal 2003-1

*Van Boom (2003)*

W.H. van Boom, Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid van de belegger, in: *NTBR* 2003-10

*Boot (2003)*

A.W.A. Boot, Naar een houdbaar pensioenstelsel, in: *ESB* 4396 (2003)

*Boshuizen en Pijpers (1998)*

G.R. Boshuizen en J.R. Pijpers, Toezicht op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en verzekeraars, serie VK-studies, Apeldoorn 1998

*Boukema (Rechtspersonen)*

C.A. Boukema, *Rechtspersonen (losbl.)*, red. A.L.G.A. Stille, Kluwer 1999

*Bovenberg (2000)*

A.L. Bovenberg, Houd de pensioenpolder droog!, in: *ESB* 4285 (2000)

*Bovenberg (2003)*

A.L. Bovenberg, Pensioenleeftijd als buffer, in: *ESB* 4421 (2003)

*Breuker en Wirschell (2000)*

H.P. Breuker en J.R. Wirschell, Pensioenfondsen en pensioenverzekeraars: één pot nat?, in: *Het Verzekerings-Archief*, 2000-4

*Breuker (2000)*

H.P. Breuker, De aansprakelijkheid van de verzekeraar, in: *Pensioen en Praktijk* 2000-12

*Breuker (2001)*

H.P. Breuker, De aansprakelijkheid van de pensioenverzekeraar, in: *Pensioen en Praktijk* 2001-3

*Van den Brink (2004)*

R.W.C. van den Brink, Gezocht: stevige actuariële governance, in: *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken* 2004-1

*Bruijnis (1997)*

A. Bruijnis, Vermogensbeheer pensioenen en bestuursaansprakelijkheid, in: *Vermogensbeheer pensioenen en bestuursaansprakelijkheid*, serie *Financieel Pensioenrecht* nr. 1, Amsterdam 1997

*Castermans & Krans (T&C)*

A.G. Castermans en H.B. Krans, *Tekst en Commentaar BW*, Deventer 2003

*Claassen en Citroen (2003)*



*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

L. Claassen en K. Citroen, Tussenpersonen, zelfregulering of wettelijk toezicht? De stand van zaken, in: Tijdschrift voor Compliance 2003-1

*Clark (2003)*

G.L. Clark, Pension fund governance: moral imperatives, state regulation, and the market, working paper 2003

*Code Tabaksblat (2003)*

Commissie Tabaksblat, De Nederlandse corporate governance code (Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen), Den Haag 2003

*Cools en Van Praag (2001)*

K. Cools en M. van Praag, Meerdere doelstellingen is geen doelstelling, in: ESB 4321 (2001)

*Dammingh (2002)*

J.J. Dammingh, Bemiddeling door de makelaar bij de koop en verkoop van onroerende zaken, Serie Onderneming en Recht deel 23, dissertatie 2002

*CPB, DNB en PVK (2003)*

Financieel toezicht op pensioenfondsen, Tussenrapportage van het Centraal Planbureau, De Nederlandsche Bank en de Pensioen & Verzekeringkamer d.d. 3 november 2003

*Davis (1991)*

E.P. Davis, International diversification of institutional investors, in: The Journal of International Securities Markets 1991-2

*Davis (2002)*

E.P. Davis, Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investor's portfolios, in: Journal of Pension Economics and Finance 2002-2

*Davis (working paper 2002)*

E.P. Davis, Pension fund management and international investment - A global perspective, working paper 2002

*Depla (2004)*

S. Depla, Mensen moeten vertrouwen kunnen hebben in de kwaliteit van het beheer van hun pensioencenten, in: VB Contact 181 (2004)

*Derwall, Günster, Bauer en Koedijk (working paper 2003)*

J. Derwall, N. Günster, R. Bauer en K. Koedijk, The eco-efficiency premium in the U.S. equity market, working paper 2003

*Van Dijk (2002)*

J.M. van Dijk, Ontwikkelingen in het jaarrekeningenrecht, in: NJB 2002-41

*Eering en Frielink (2003)*

C.H.M. Eering en K. Frielink, Toezicht trustkantoren, in: Ondernemingsrecht 2003-17

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Eisma en Uniken Venema (1990)*

C.Æ. Uniken Venema en S.E. Eisma, Eigendom ten titel van beheer naar komend recht, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Zwolle 1990

*Eisma en Uniken Venema (1991)*

Verslag van de vergadering van de Vereniging Handelsrecht 27 april 1990 over Eigendom ten titel van beheer naar komend recht naar aanleiding van de preadviezen van C.Æ. Uniken Venema en S.E. Eisma, Zwolle 1991

*Eisma (1994)*

Trustachtige figuren in Nederland, Tijdschrift voor Privaatrecht 1994-2

*Eisma en Schlingmann (2002)*

S.E. Eisma en F.M. Schlingmann, Kroniek van het Effectenrecht, in: NJB 2002-10

*European Commission (1999)*

European Commission, Rebuilding pensions, security, efficiency, affordability - recommendations for a code of best practice for Second Pillar Pension Funds, Brussel 1999

*Ewijk en Van de Ven (2003)*

C. van Ewijk en M. van de Ven, Pension funds at risk, in: CPB Report 2003-1

*Eykelenburg (2003)*

C. van Eykelenburg, Pensioendebat miskent kracht van collectiviteit, in: Het Financieele Dagblad van 2 december 2003

*Faber (1996)*

N.E.D. Faber, Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Fender (2003)*

I. Fender, Institutional asset managers: industry trends, incentives and implications for market efficiency, BIS Quarterly, September Review 2003

*Flikweert en Kremers (1998)*

J.J.M. Kremers en J.D. Flikweert, Oudedagsvoorzieningen tussen keuze en collectief, in: ESB 4152 (1998)

*Frentrop (2002)*

P.M.L. Frentrop, Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC, dissertatie, Amsterdam 2002

*Frielink (2002a)*

K. Frielink, Zorgen om de zorgplicht, in: Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer 2002, (2002a)

*Frielink (2002b)*

K. Frielink, De zorgplicht en bijzondere zorgplicht van effectenininstellingen, in: JOR plus 2002-1, (2002b)

*Frijns (1995)*

J.M.G. Frijns, Risicoprofiel, Risico-management en Marktdynamiek, rede, Amsterdam 1995

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Frijns (2001)*

J.M.G. Frijns, Financial supervision of conglomerates from the viewpoint of a major pension fund, in: Liber Amicorum Vermaat, Apeldoorn 2001

*Frijns, Maatman en Steenkamp (2002)*

J.M.G. Frijns, R.H. Maatman en T.B.M. Steenkamp, Best practice beleggingsbeleid in de EU: prudent person plus?, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2002-2

*Frijns (2003)*

J.M.G. Frijns, Gemeenschappelijk eigendom als basis voor een duurzaam pensioenstelsel, in: Fiducie 2003-3

*Galer (2002)*

R. Galer (OECD), Prudent Person Rule' Standard for the investment of pension fund assets, www.oecd.org, (2002)

*De Geus en Hijmans van den Bergh (2002)*

A.J. de Geus en C.M.L. Hijmans van den Bergh, Bestuur en management, in Bestuur en management van pensioenen, (Regelingen beleggingen en uitvoering), onder redactie van C. Petersen, Den Haag 2002

*Van Ginneken (2003)*

M.J. van Ginneken, De 'Sarbanes-Oxley Act of 2002': het Amerikaanse antwoord op Enron (I), in: Ondernemingsrecht 2003-3

*Gompers, Ishii & Metrick (2003)*

P. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, in: Quarterly Journal of Economics, February 2003

*Goslings (1996)*

J.H.W. Goslings, Externe invloed, toezicht en besturing van pensioenfondsen, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 1996-3

*Van der Grinten (1993)*

W.C.L. van der Grinten, Lastgeving, serie monografieën Nieuw BW deel 81, Deventer 1993

*Van der Grinten (2002)*

W.C.L. Van der Grinten, Arbeidsovereenkomstenrecht, twintigste druk, bewerkt door J.W.M. van der Grinten en W.H.A.C.M. Bouwens, Alpen aan den Rijn 2002

*Groeneveld-Louwerse (2001)*

J.G. Groeneveld-Louwerse, Voorwaarden voor het delegeren van bevoegdheden bij vereniging en stichting op grond van de bepalingen van Boek 2 BW in het licht van enkele bestuursmodellen, in: Stichting & Vereniging 2001-1

*Grundmann-Van de Krol (2002)*

C.M. Grundmann-Van de Krol, Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht, rede, Den Haag 2002

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Grundmann-Van de Krol (2003)*

C.M. Grundmann-Van de Krol, Consultatievoorstel algemeen deel Wet financieel toezicht (Wft), in: Ondernemingsrecht 2003-13

*Grundmann-Van de Krol (2004)*

C.M. Grundmann-Van de Krol, Koersen door het effectenrecht, vijfde druk, Den Haag 2004

*Grundmann-Van de Krol (2004a)*

C.M. Grundmann-Van de Krol, Regels inzake integere bedrijfsvoering voor onder toezicht staande financiële instellingen, in: Ondernemingsrecht 2004-4

*Halbach (1999)*

E.C. Halbach, The Restatement Third of Trusts: a look ahead, in: Modern International Developments in Trust Law, (ed. Hayton), Kluwer Law International 1999

*Halper (1993)*

Ph. Halper, ERISA and the agency problem: the impact on corporate pension plan performance, in: The journal of investing 1993-3

*Hartlief (2003)*

T. Hartlief, Kronieken van het aansprakelijkheids- en schadevergoedingsrecht 2002-2003, in: NTBR 2003-10

*Hayton (1996)*

D.J. Hayton, Trusts, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Hayton (1999)*

D.J. Hayton (ed.), Principles of European Trust Law, Law of Business and Finance Volume 1, Deventer 1999

*Heyman (1994)*

H.W. Heyman, De reikwijdte van het fiduciaverbod, in: WPNR 6119 (1994)

*High Level Group (2002)*

A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, report of the High Level Group of Company Law Experts, 4 november 2002

*Houwing (1953)*

Ph.A.N. Houwing, De inhoud van de verbintenis en de overmacht, in: WPNR 4318 (1953)

*Van Huizen en De Lange (1994)*

Ph.J.J.G. van Huizen en P.M.C. de Lange, Pensioenverzekering, tweede druk, Zwolle 1994

*Van Huizen (1996)*

Ph.J.J.G. van Huizen, Pensioenstichting versus verzekeraar?, in: Stichting en Vereniging 1996-1

*Van Huizen (2004)*

Ph.J.J.G. van Huizen, De nieuwe Pensioenwet: een gemiste kans?, in: Pensioen Magazine 2004-1.

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Huizink (Rechtspersonen)*

J.B. Huizink, Rechtspersonen (losbl.), red. A.L.G.A. Stille, Kluwer 1999

*ICGN (2003)*

ICGN Statement on Institutional Shareholder Responsibilities, [www.icgn.org](http://www.icgn.org), 2003

*Jensen (2000)*

M.C. Jensen, A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms, Harvard University Press 2000, p. 85-86

*Jensen en Meckling (1976)*

M.C. Jensen & W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics* 1976-3

*De Jong (1998)*

W. de Jong, Beleggersgiro: een effectenrechtelijke kameleon?, in: *Onderneming en effecten*, Serie Onderneming en Recht deel 13, Deventer 1998

*Kaser/Wubbe (1971)*

M. Kaser, Romeins Privaatrecht, bewerkt door F.B.J. Wubbe, Zwolle 1971

*Klaassen (2003)*

J. Klaassen, Pensioenverslaggeving en het poldermodel, in: *Informatie en Waarde*, Liber Amicorum Dick Feenstra, Groningen 2003

*Kleijn (1994)*

W.M. Kleijn, De trust in Nederland, in: *CJHB (Brunner-Bundel)*, Deventer 1994

*Klein Haneveld (1999)*

H. Klein Haneveld, Solvabiliteitscriteria voor pensioenfondsen, dissertatie, Capelle a/d IJssel 1999, p. 267-273

*Klopper (2004)*

F. Klopper, De onafhankelijke rol van de raad van commissarissen ontbreekt bij pensioenfondsen, in: *VB Contact* 181 (2004)

*Koelemeijer (2003)*

M. Koelemeijer, Delegatie, mandaat en volmacht in het stichtingsbestuur en de rol van redelijkheid en billijkheid, in: *S&V* 2000-3

*Koning (T&C)*

S.C.H. Koning, Tekst en Commentaar BW, Deventer 2003

*De Kluiver (1997)*

H.J. de Kluiver, Vermogensbeheer en aansprakelijkheid van de "pensioenbeheerder", in: *Vermogensbeheer pensioenen en bestuursaansprakelijkheid*, serie Financieel Pensioenrecht nr. 1, Amsterdam 1997

*De Kluiver (2000)*

H.J. de Kluiver, Goede trouw en rechtspersonenrecht, in: *A-T-D*, Deventer 2000

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*De Kluiver (2003)*

H.J. de Kluiver, Corporate governance en bestuur van privaatrechtelijke organisaties, Preadvies voor de Vergadering van de Christen Juristenvereniging, Utrecht 2003

*De Koning (1999)*

P.P. de Koning, Commissarissen: onwerkbaar, in: Het Financieele Dagblad van 18 augustus 1999

*Van der Korst (2003)*

P.J. van der Korst, Aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder, zijn bestuurders en zijn ondergeschikten jegens zijn cliënten, in: Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt, Serie Onderneming en Recht deel 25, Deventer 2003

*Korteweg (2003)*

P. Korteweg, Geef de aandeelhouder zijn rechten terug, in: Het Financieele Dagblad van 10 september 2003

*Kortleve (2003)*

C.E. Kortleve, De meerwaarde van beleidsopties, in: ESB 4421 (2003)

*Kortmann (1994)*

S.C.J.J. Kortmann, Struikelt leasing over de dode letter van art. 3:84 lid 3 BW?, in: WPNR 6119 (1994)

*Kortmann (1996)*

S.C.J.J. Kortmann, Past 'de trust' in het Nederlandse recht, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Kortmann en Verhagen (1996)*

S.C.J.J. Kortmann en H.L.E. Verhagen, National Report for the Netherlands, in: Principles of European Trust Law, Law of Business and Finance Volume 1, Kluwer Law International 1999

*Kuné (1992)*

J.B. Kuné, De financiering van pensioenvoorzieningen, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 1992-4

*Kuné (red.)*

Pensioenwetenschap en management van pensioen, Opstellen aangeboden aan Jan van de Poel, Heerlen 2002

*Lakonishok, Shleifer & Vishny (1992)*

J. Lakonishok, A. Shleifer & R. Vishny, The structure and performance of the money management industry, Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics (1992)

*Lambert (2003)*

Ph. Lambert, Pensioenfondsen beleven roerige tijden, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2003-4

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Land (1933)*

A. Land, Pensioenfondsen en Familie-stichtingen, Praeadvies voor de Algemene Vergadering der Broederschap van Candidaat-Notarissen in Nederland en zijne Koloniën, Den Haag 1933

*Langbein & Posner (1980)*

J.H. Langbein & R.A. Posner, Social Investing and the law of trusts, in: Michigan Law Review 72 (1980)

*Langbein (1995)*

J.H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, in: The Yale Law Journal 1995-3

*Langbein (1999)*

J.H. Langbein, The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce, in: Modern International Developments in Trust Law, (ed. Hayton), Kluwer Law International 1999

*Langbein (1999a)*

J.H. Langbein, The Uniform Prudent Investor Act and the future of trust investing, Modern International Developments in Trust Law, (ed. Hayton), Kluwer Law International 1999

*Langbein & Wolk (2000)*

J.H. Langbein & B.A. Wolk, Pension and employee benefit law, New York 2000

*Langbein (2000a)*

J.H. Langbein, Reforming ERISA Law, Hearings, [www.edworkforce.house.gov](http://www.edworkforce.house.gov), 15 February 2000

*Langbein (2002)*

J.H. Langbein, The Enron Pension Investment Catastrophe: Why it happened and how Congress should fix it, Enron Hearings U.S. Senate, 24 January 2002

*De Lange (1997)*

P.M.C. de Lange, De rechtsvorm van de pensioenuitvoerder, in: NJB 1997-39

*De Lange (2000)*

P.M.C. de Lange, Who owns the surplus?, in: Ondernemingsrecht 2000-12

*De Lange (2001a)*

P.M.C. de Lange, Goed werkgeverschap en pensioen, in: Onderneming en Werknemer, Serie Onderneming en Recht deel 26, Deventer 2001, (2001a)

*De Lange (2001b)*

P.M.C. de Lange, Indexering, overschotten en tekorten, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2001-4, (2001b)

*De Lange (2001c)*

P.M.C. de Lange, Vermogenoverschotten en indexering: denk ook na over tekorten!, in: Pensioen Magazine 2001-9 (2001c)

*De Lange (2004)*

P.M.C. de Lange, De ontwikkeling van de nieuwe pensioenwetgeving: de uitvoeringsovereenkomst, in: Pensioen Magazine, 2004-3.

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Langemeijer (2000)*

R.A.C.M. Langemeijer, Verplichte bedrijfspensioenfondsen, Serie Pensioenwizers nr. 9, Deventer 2000

*Leeger (2002)*

C.L. Leeger, Pensioenfondsen en zekerheidsrechten, een overbrugbaar spanningsveld!, in: Tijdschrift voor Effectenrecht 2002-6/7

*Van der Leeuw, Van Rijswijk en Verspyck Mijnsen (2002)*

F.R.H. van der Leeuw, J.W. van Rijswijk en A.E.E. Verspyck Mijnsen, Beleggen: (g)een loterij zonder nieten?, in: Tijdschrift voor Effectenrecht 2002-10

*Leijten (1996)*

A.F.J.A. Leijten, Privatieve lastgeving en trustachtige verhoudingen, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Lemmen (2003)*

J.J.G. Lemmen, Systeemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen, in: Tijdschrift voor pensioenvraagstukken, 2003-4

*Lieshout (2003)*

L. van Lieshout, Dynamisch beleggingsbeleid voor pensioenfondsen, in: TFA The Financial Analyst 2003-7

*Lokin (1999)*

J.H.A. Lokin, Prota, Groningen 1999

*Loonen en Schonewille (2002)*

T. Loonen en W. Schonewille, Zorgplicht in vele gedaanten, NIBE-SW 2002

*Los (2002)*

J. Los, Pensioenrecht, Tekst en toelichting, Den Haag 2002

*Lutjens (1989)*

E. Lutjens, Pensioenvoorzieningen voor werknemers, dissertatie, Zwolle 1989

*Lutjens (1990)*

E. Lutjens, Medezeggenschap bij pensioenfondsen, in: Stichting & Vereniging 1990-1

*Lutjens (1992)*

E. Lutjens, Pensioenrecht, rede, Deventer 1992

*Lutjens (1997)*

E. Lutjens, Wie voert de pensioenregeling uit: de keuze tussen pensioenfonds en verzekeraar bij een flexibele pensioenregeling, in Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 1997-6

*Lutjens (1997b)*

E. Lutjens, Nieuwe vrijheid voor pensioenfondsen, in: NRC Handelsblad van 4 februari 1997

*Lutjens (1998a)*

E. Lutjens, De PSW Wetshistorisch overzicht en commentaar, Deventer 1998



*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Lutjens (1998b)*

E. Lutjens, Pensioenproblemen bij fusies, overnames en splitsingen, in: Tijdschrift Financieel Management 1998-5

*Lutjens (1999)*

E. Lutjens, Aanscherping toezicht op pensioenfondsen, in: Tijdschrift Financieel Management 1999-2

*Lutjens (2000a)*

E. Lutjens, Vetorechten: Hoe ver mag de invloed van de werkgever op het pensioenfonds gaan, in: Tijdschrift Financieel Management 2000-5

*Lutjens (2000b)*

E. Lutjens, Sociale partners en pensioenfondsen, juridische analyse van bevoegdheden van en verantwoordelijkheidsverdeling tussen de sociale partners en pensioenfondsen, Advies aan de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, oktober 2000

*Lutjens (2000c)*

E. Lutjens, Werknemerspremie, in: Pensioen & Praktijk 2000-10

*Lutjens (2001a)*

E. Lutjens, Beschikbare premiereregeling, voorlichting en aansprakelijkheid, Serie Pensioenactualiteiten nr. 17, Amsterdam 2001

*Lutjens (2001b)*

E. Lutjens, Ook een verzekeraar is gebonden aan dwingend recht, in: Pensioen & Praktijk 2001-3

*Lutjens (2003)*

E. Lutjens, Harde afspraken over pensioenen, Pensioen & Praktijk 2003-5

*Lutjens en Heemskerk (2004)*

E. Lutjens en M. Heemskerk, Fiscale moord op vervroegde pensionering?, in: NJB 2004-1

*Maatman (1997a)*

R.H. Maatman, De verkrijging van het economisch belang bij vorderingsrechten, in: WPNR 6286 (1997)

*Maatman (1997b)*

R.H. Maatman, Normen voor behoorlijk beheer in relatie tot normen voor zorgvuldig beleggingsbeleid, in: De Naamlooze Vennootschap 1997-3

*Maatman (1998a)*

R.H. Maatman, Strips, cessie en certificering van staatsleningen, in: Overheid en Onderneming, Serie Onderneming en Recht deel 10, Deventer 1998

*Maatman (1998b)*

R.H. Maatman, Corporate Governance en het structuurregime, in: De Naamlooze Vennootschap 1998-9

*Maatman (2000a)*

R.H. Maatman, Maatschappelijk verantwoord beleggen (in het licht van de gewijzigde Pensioen- en spaarfondsenwet, in: Ondernemingsrecht 2000-6

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Maatman (2000b)*

R.H. Maatman, Institutionele beleggers en corporate governance, in: Tijdschrift voor Effectenrecht 2000-9

*Maatman (2001a)*

R.H. Maatman, Institutional Investment in the United Kingdom: a Review (Myners Report), in: Ondernemingsrecht 2001-8

*Maatman (2001b)*

R.H. Maatman, ABP treft geen blaam bij verkoop Rodamco aan Westfield, in: Het Financieele Dagblad van 14 september 2001

*Maatman (2002)*

R.H. Maatman, Beschikbare premieregeling ("defined contribution") en effectenrecht, in: Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer 2002

*Maatman en Palmen (2002)*

R.H. Maatman en L.F. Palmen, Alternative Investments, serie Contracteren in de internationale praktijk deel 6, Deventer 2002

*Maatman (2004)*

R.H. Maatman, Tabaksblat en de botsende doelstellingen, in: Ondernemingsrecht 2004-4

*Macey (1998)*

J.R. Macey, An introduction to modern financial theory, Los Angeles 1998

*Maeijer (1984)*

J.M.M. Maeijer, De corrigerende werking van de goede trouw, in het bijzonder binnen rechtspersonen, in: Goed en Trouw, Zwolle 1984

*Maeijer (1988)*

J.M.M. Maeijer, Toezicht op het stichtingsbestuur, in: Tot vermaak van Slagter, Deventer 1988

*Martin & Metcalf (2001)*

C.C. Martin & M.H. Metcalf, The fiduciary duties of institutional investors in securities litigation, in: The Business Lawyer, Vol. 56 (2001)

*Meesters (1996)*

B.J.M.A. Meesters, De trustee als houder van zekerheidsrechten, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Mohr (1978)*

A.L. Mohr, Het ledenverbod, in: WPNR 5439 (1978)

*Mok (2001)*

M.R. Mok, Voorwoord bij het Jaarverslag Klachtencommissie DSI 1998-2000, Amsterdam 2001

*De Monchy en Timmerman (1992)*

C.W. de Monchy en L. Timmerman, De nieuwe algemene bepalingen van Boek 2 BW, Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 1991, Zwolle 1992

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Muller en Driessen (1996)*

H. Muller en C. Driessen, De aansturing van de pensioenregeling en het beheer van pensioenvermogens, in: Onverdeeld vermogen, Uitgave van het Coördinatieorgaan Samenwerkende Ouderenorganisaties CSO, Utrecht 1996

*Myners (2001)*

P. Myners, Institutional Investment in the United Kingdom, a Review, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk), 2001

*Nauta (1933)*

G. Nauta, Pensioenfondsen bij particuliere ondernemingen, Praeadvies voor de Algemene Vergadering der Broederschap van Candidaat-Notarissen in Nederland en zijne Koloniën, Den Haag 1933

*Van Nederveen Meerkerk en Peet (2002)*

E. van Nederveen Meerkerk en J. Peet, Een peertje voor de dorst (geschiedenis van het Philips Pensioenfonds), Amsterdam 2002

*Van Neer-Van den Broek (Bijzondere Overeenkomsten)*

J.M.H.P. van Neer-Van den Broek, Bijzondere Overeenkomsten (losbl.), red. A.P.A. de Klerk-Leenen en B. Wessels, Kluwer 1992

*Noordraven (1988)*

G. Noordraven, De *Fiducia* in het Romeinse recht, dissertatie, Arnhem 1988

*Nuytinck (1995)*

A.J.M. Nuytinck, C.C. van Dam, W.M.A. Kalkman, H.A. Cousy, Verzekering naar komend recht, Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' en de Vereniging voor verzekeringswetenschap, Zwolle 1995

*OECD (2001)*

Survey of investment regulation of pension funds, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 2001

*OECD (2002a)*

OECD Principles for the Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

*OECD (2002b)*

OECD Guidelines for Pension Fund Governance, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 2002b

*Ooms (2002)*

Th. Ooms, Jaarverslaggeving bij pensioenfondsen, in: Pensioenwetenschap en management van pensioen, Opstellen aangeboden aan Jan van de Poel, Heerlen 2002

*Oosenbrug (1996)*

A. Oosenbrug, Wie, o wie bezit onze pensioenvermogens, in: Het Verzekeringsarchief, 1996-4

*Oosenbrug (1999)*

A. Oosenbrug, Governance pensioenfondsen moet en kan veel beter, in: Het Financieele Dagblad van 6 juli 1999

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Oosenbrug (2002)*

A. Oosenbrug, Ultimatium voor falende pensioenbeheerders 'van de zotte'?, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2002-6

*Oosenbrug (2003)*

A. Oosenbrug, Pensioenen op het spel, maar nog niet geheel verspeeld, in ESB 4397 (2003)

*Paulis (2002)*

A.M. Paulis, Dekkingsgraad onder druk, in: Pensioenwetenschap en management van pensioen, Opstellen aangeboden aan Jan van de Poel, Heerlen 2002

*Du Perron (1999)*

C.E. du Perron, Overeenkomst en derden, dissertatie, Den Haag 1999

*Du Perron (2002)*

C.E. du Perron, Zorgplicht, in: Leerboek Effectenrecht, onder redactie van M.W. den Boogert, Nijmegen 2002

*Du Perron (2003)*

E.C. du Perron, Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht, in: Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit, Den Haag 2003

*Petersen (red.)*

Bestuur en management van pensioenen, (Regelingen beleggingen en uitvoering), onder redactie van C. Petersen, Den Haag 2002

*Pijpers en Siegelaer (1997)*

J.R. Pijpers en G.C.M. Siegelaer, Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen: tussen voorhoede en achterhoede, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 1997-5

*Pitlo-Du Perron (1995)*

C.E. du Perron, Bijzondere overeenkomsten, Pitlo Het Nederlands burgerlijk recht deel 6, Arnhem 1995

*Pitlo-Raaijmakers (2000)*

M.J.G.C. Raaijmakers, Vennootschaps- en rechtspersonenrecht, Pitlo Het Nederlands burgerlijk recht deel 2, Deventer 2000

*Van der Ploeg (1986)*

T.J. van der Ploeg, Stichtingen en trusts in het algemeen belang, Preadvies uitgebracht voor de Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijking no. 37, Deventer 1986

*Van de Poel en Ponds (2003)*

J. van de Poel en E.H.M. Ponds, Bestuurbaarheid van pensioenfondsen, in: Informatie en Waarde, Liber Amicorum Dick Feenstra, Groningen 2003

*Ponds (2002)*

E.H.M. Ponds, Generational accounting bij pensioenfondsen, in: Pensioenwetenschap en management van pensioen, opstellen aangeboden aan Jan van de Poel, Heerlen 2002

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Ponds (2003)*

E.H.M. Ponds, Fair pensioen voor jong en oud, in: ESB 4397 (2003)

*Ponds (2003)*

E. Ponds, Beleidsstaffel en modern risicobeheer, in: ABP Wereld 2003-3

*Ponsen (2000)*

N.V. Ponsen, Beleggingsinstellingen nader belicht, Preadvis voor de Vereniging Effectenrecht 2000, Deventer 2000

*Prinsen (1995)*

L.L.M. Prinsen, Rekenplicht en aansprakelijkheid, dissertatie, Zwolle 1995

*PVK (2003)*

Pensioenmonitor, Pensioen & Verzekeringkamer, Apeldoorn 2003

*PVK (2003a)*

White paper "Zachte verplichtingen", Pensioen & Verzekeringkamer, Apeldoorn 2003

*PVK (2003b)*

White Paper Continuïteitstoets (Financieel Toetsingskader), [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl), september 2003

*Geert Raaijmakers (2002)*

G.Th.M.J. Raaijmakers, Garanties bij overnames, dissertatie, Tilburg 2002

*Raaijmakers (2002)*

M.J.G.C. Raaijmakers, Het effectenrecht na Enron, in: Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer 2002

*Geert Raaijmakers (2003)*

G.T.M.J. Raaijmakers, Zorgvuldig vermogensbeheer voor professionelen, in: Trust en onderneming, Den Haag 2003

*Restatement Trusts second (1959)*

Restatement of the law second, Trusts, American Law Institute 1959

*Restatement Trusts third (1992)*

Restatement of the law third, Trusts, Prudent Investor Rule, American Law Institute, St. Paul 1992

*Rickford (2002)*

J. Rickford, Forthcoming Change in Corporate Law in the UK, - the British Company Law Review and Beyond - Part 1, in: Ondernemingsrecht 2002-11

*Rongen (1996)*

M.H.E. Rongen, De strekking van het fiduciaverbod, in het bijzonder in verband met financiering op basis van vorderingen, in: Vertrouwd met de Trust, Serie Onderneming en Recht deel 5, Zwolle 1996

*Rongen (1999)*

M.H.E. Rongen, De trustee bij obligatieleningen, in het bijzonder de security trustee, in: Vertegenwoordiging en tussenpersoon, Serie Onderneming en Recht deel 17, Deventer 1999

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Rutte (2003)*

M. Rutte, voordracht ter gelegenheid van de ledenvergadering van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen 4 november 2003, [www.szw.nl](http://www.szw.nl)

*Van Schilfgaarde (1984)*

P. van Schilfgaarde, Over de verhouding tussen de goede trouw van het handelen en de goede trouw van het niet weten, in: *Goed en Trouw*, Zwolle 1984

*Van Schilfgaarde (2003)*

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, dertiende druk, bewerkt door Jaap Winter, Deventer 2003

*SER (2001)*

Sociaal Economische Raad, Advies Nieuwe Pensioenwet, 01/06, Den Haag 2001

*SER (2002)*

Sociaal Economische Raad, Aanvullend advies Nieuwe Pensioenwet, 02/01, Den Haag 2002

*Schoonewille (2004)*

W. Schoonewille, Pensioenbeheer genuanceerd, in: *Effect* 2004-1

*Van Setten (2002)*

L.D. van Setten, De aansprakelijkheid voor underperformance, in: *Een bewezen bestaansrecht*, lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer 2002

*Slagter (1993)*

W.J. Slagter, Lessen voor Hagen en voor Nedlloyd, in: *TVVS* 1993-2

*Snijders (1993)*

W. Snijders, Trustverdrag en Nederlands materieel recht, in: *Grensoverschrijdend privaatrecht (Liber Amicorum Van Rijn van Alkemade)*, Deventer 1993

*Snijders (1997)*

W. Snijders, Nog een duit in de zak van de trust, in: *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht*, Serie Onderneming en Recht deel 7, Deventer 1997

*Statman & Scheid (2002)*

M. Statman & J. Scheid, Buffett in foresight and hindsight, in: *Financial Analysts Journal* 2002-4

*Steenkamp (1998)*

T.B.M. Steenkamp. *Het pensioenfonds vanuit een corporate finance perspectief*, dissertatie Vrije Universiteit Amsterdam, 1998

*Stein (1992)*

P.A. Stein, *Fiducia cum amico*, afscheidscollege, Deventer 1992

*Stille (Rechtspersonen)*

A.L.G.A. Stille, *Rechtspersonen (iosbl.)*, onder redactie van A.L.G.A. Stille, Kluwer 1999

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Stolker (T&C)*

C.J.J.M. Stolker, Tekst en Commentaar BW, Deventer 2003

*Struycken (1996)*

T.H.D. Struycken, De geschonden fiducie in het goederenrecht; over form en substance, in: Op Recht (Struycken-Bundel), Zwolle 1996

*Tamminga (2003)*

M. Tamminga, Pensioenreserves in 10 jaar vervlogen, in: NRC Handelsblad van 2 december 2003

*Tamminga (2004)*

M. Tamminga, Pensioenen in graan, goud en olie, in: NRC Handelsblad van 24 januari 2004

*Teulings en De Vries (2003)*

C.N. Teulings en C.G. de Vries, Pensioenbeleid als automatische destabilisator, in: ESB 4396 (2003)

*Thierry (1955)*

H. Thierry, Pensioen- en spaarfondsen in de private sector van het economische leven, tweede druk, Alphen aan den Rijn 1955

*Timmerman (2003)*

L. Timmerman, Kroniek van het vennootschapsrecht, in: NJB 2003-31

*Den Tonkelaar (T&C)*

J.D.A. den Tonkelaar, Tekst en Commentaar BW, Deventer 2003

*Trone, Allbright & Taylor (1996)*

D.B. Trone, W.R. Allbright & Ph.R. Taylor, The management of investment decisions, Irwin Professional Publishing 1996

*Tulfer (1997)*

P.M. Tulfer, Pensioenen, fondsen en verzekeraars, Monografieën sociaal recht deel 10, Deventer 1997

*Tulfer (2002)*

P.M. Tulfer, De Pensioen- en spaarfondsenwet en de verplichting tot evenredige opbouw en financiering van pensioenrechten, in: Verzorgen of verzilveren? (Liber Amicorum De Lange), Amersfoort 2002

*Uniken Venema (1984)*

C.Æ. Uniken Venema, De overdracht ten titel van beheer aan een 'trustee' volgens het huidige en volgens het nieuwe BW, in: Goed en Trouw, Zwolle 1984

*Uniken Venema (1985)*

C.Æ. Uniken Venema, Trustrecht en Bewind, Ars Aequi 34 (1985)

*Uniken Venema (1988)*

C.Æ. Uniken Venema, Pensioen- en spaarfondsen in stichtingvorm, in: Tot vermaak van Slagter, Deventer 1988

*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Uniken Venema (1990)*

C.Æ. Uniken Venema, Law en Equity in het Anglo-Amerikaanse privaatrecht, Rechtsvergelijkende beschouwingen betreffende de belangrijkste structuren en begrippen in het Anglo-Amerikaanse privaatrecht, Zwolle 1990

*Uniken Venema (1990)*

C.Æ. Uniken Venema en S.E. Eisma, Eigendom ten titel van beheer naar komend recht, Preadvis van de Vereeniging 'Handelsrecht', Zwolle 1990

*Uniken Venema (1995)*

C.Æ. Uniken Venema, Enquêterecht en ondernemerschap, in: Rechterlijke toetsing van ondernemingsbeleid en ondernemerschap, SMO-Boek, Den Haag 1995

*Uniken Venema (1998)*

C.Æ. Uniken Venema, De trust in Anglo-Amerikaans en ander recht, in: NTBR 1998-10

*Verdam (1995)*

A.F. Verdam, Corporate opportunities, dissertatie, Tilburg 1995

*Verdam (rede 2003)*

A.F. Verdam, Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang, rede, Den Haag 2003

*Verdam (2003)*

A.F. Verdam, Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers, in: Trust en onderneming, Den Haag 2003

*Verhulp (T&C)*

E.C. Verhulp, Tekst en Commentaar BW, Deventer 2003

*Van Vliet*

H. van Vliet, De vele voordelen van het eigen pensioenfonds, in: TFA The Financial Analyst 2003-7

*Vranken (1990)*

J.B.M. Vranken, Zorgvuldigheidsnorm en aansprakelijkheid voor bodemverontreiniging uit het verleden, in: WPRN 5953-5954 (1990)

*VU (2001)*

Fund Governance in Nederland, rapport van de afdeling Bedrijfseconomisch Onderzoek van het Economisch en Sociaal Instituut van de Vrije Universiteit Amsterdam (2001)

*Weiss & Beckerman*

E.J. Weiss & J.S. Beckerman, How institutional investors can reduce agency costs in securities class actions, in: The Yale Law Journal 1995-8

*Weller (2002)*

E.J. Weller, De zorgplicht van een effectenadviseur, de maatschappelijke functie van een effecteninstelling, in: Tijdschrift voor Compliance 2002-3

*Weller (2003)*

E.J. Weller, Paternalisme in het effectenrecht, in: Tijdschrift voor Compliance 2003-4



*Lijst van de belangrijkste geraadpleegde literatuur*

*Van Wersch (1979)*

P.J.M. van Wersch, Democratisering van het bestuur van non-profit instellingen, Alphen aan den Rijn 1979

*Van Wersch (1980)*

P.J.M. van Wersch, Het rechterlijk ontslag van stichtingsbestuurders, in: RM Themis 1980-3

*Wessels & Basz (1985)*

B. Wessels en H.A. Basz, Statutaire inrichting van pensioenlichamen, in: WPNR 5761 (1985)

*Wessels (1993)*

B. Wessels, Verhaal werknemer bij niet nakoming werkgever van betalingsverplichtingen jegens het bedrijfspensioenfonds, in: Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 1993-6

*Wessels (1993)*

B. Wessels, Opdrachten verleend met het oog op een persoon, in: TVVS 1993-12

*Van 't Westeinde en Maatman (1998)*

M.G. van 't Westeinde en R.H. Maatman, Certificering en beleggingsfondsen, in: Onderneming en effecten, Serie Onderneming Recht deel 13, Deventer 1998

*Van 't Westeinde en Maatman (1999)*

M.G. van 't Westeinde en R.H. Maatman, Beleggersgiro: een bijzondere tussenpersoon, in: Vertegenwoordiging en tussenpersoon, Serie Onderneming en Recht deel 17, Deventer 1999

*Witteveen (2003)*

D.E. Witteveen, Toezicht en toekomst, in: Tijdschrift voor pensioenvraagstukken 2003-4

*Ten Wolde (2003)*

R. ten Wolde, Rutte maakt van toezicht op pensioenfondsen een ratjetoe, in: Het Financieele Dagblad van 1 december 2003

*Wortel (2003)*

L.J. Wortel, Financiële positie pensioenfondsen, in: Ondernemingsrecht 2003-3

*Zalm (2004)*

G. Zalm, Het belang van de nieuwe corporate governance code voor institutionele beleggers, voordracht op 13 januari 2004 t.g.v. het symposium van Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen

*Van 't Zet en Ten Wolde (2003)*

M.P. van 't Zet en R. ten Wolde, Gemeenschappelijk standpunt Europese pensioenrichtlijn, in: Pensioen & Praktijk 2003-1/2

## TREFWOORDENREGISTER

accountant	§ 2.10.3, 3.4, 4.3.1, 5.9.1
actuariële en bedrijfstechnische nota	§ 2.8.2, 4.3.1, 5.6.3, 6.4
administratie, <i>zie pensioenadministratie</i>	
afkoop	§ 2.4
agency	§ 1.5, 2.10.2, 2.11, 4.1
algemene voorwaarden	§ 2.5
allocatie	§ 4.4.3, 6.7.2, 6.9.3, 7.6, 7.7, 7.8
alternative investment	§ 4.4, 7.4, 7.7
ao/ic	§ 3.4, 4.3.1, 5.10, 6.6
arbeidsvoorwaardenoverleg	§ 2.3, 2.8.4, 2.9, 3.8, 4.5.3
asset liability	§ 2.8.2, 4.4.3, 5.10, 6.8, 7.6
backservice	§ 2.7.1, 2.8.4
basis-pensioenvoorziening	§ 2.7.1, 2.7.2, 6.7.1, 6.9.3, 6.10
bedrijfstakpensioenfonds	§ 2.3, 2.5, 2.9, 2.11, 3.9, 6.4
begunstigden	§ 2.4, 3.7, 3.10, 4.1, 4.3, 4.4.2, 4.5.3, 5.5, 5.10, 6.3, 6.5, 6.9.3, 7.8
behoorlijke taakvervulling	§ 3.12, 5.4, 5.5, 5.6.3, 5.9
belangenconflict	§ 3.7, 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3, 5.9.1, 6.5
belanghebbende	§ 2.4, 2.5, 3.4, 3.7, 4.5.3, 5.7
Belastingplan 2004	§ 1.7
beleggingsbeleid	§ 4.3, 4.4.2, 4.4.3, 5.10, 6.4, 6.9.1, 6.9.3, 7.4, 7.5, 7.7
beleggingshorizon	§ 1.3, 6.2, 6.9.1
beleggingsinstelling	§ 1.3, 7.4
beleggingsproces	§ 4.4.4, 6.9.1, 7.4, 7.9
beleggingsrestricties	§ 7.3, 7.4, 7.9
beleggingsresultaat	§ 2.8.1, 2.8.2, 6.9.1, 6.9.2, 7.4, 7.7
beleggingsrisico	§ 2.8.1, 6.6, 6.7.2, 7.7, 7.9
beleggingsvrijheid	§ 6.7.2, 7.3, 7.4, 7.9
beleidsbepalers	§ 5.6.1, 5.6.2, 5.9, 5.10, 6.3
beleidsvoorbereiding	§ 2.10.3, 5.5
benchmark	§ 4.4.3, 6.7.2
beneficiary	§ 3.10, 3.11, 6.8, 7.8
beroepspensioenfonds	§ 2.3
bestuur	§ 4.4.2, 5.10, 6.3, 6.9
betrouwbaarheidstoetsing	§ 6.3

*Trefwoordenregister*

betrouwbaarheid, *zie deskundigheid en betrouwbaarheid*

bijsluiter	§ 6.7.2
class actions	§ 7.8
commodities	§ 4.4.4, 7.4
compliance	§ 6.9.2, 7.8
constructive obligation	§ 2.8.1
continuïteitstoets	§ 6.4
corporate governance	§ 4.4.3, 6.1, 6.8
correlatie	§ 7.7
crossings, <i>zie in house matching</i>	
dc, <i>zie defined contribution</i>	
db, <i>zie defined benefit</i>	
deelnemer	§ 2.2, 2.4, 3.7, 6.7.1, 6.7.2, 6.9.1, 6.9.3
deelnemersraad	§ 3.8, 4.4.3, 5.4, 5.9.1
defined benefit	§ 2.8.1, 2.8.2, 3.7, 4.3, 6.7.1, 6.9.1, 6.9.3
defined contribution	§ 2.8.1, 2.8.2, 3.7, 6.7.2, 6.8, 6.9.1, 6.9.3
dekkingsgraad	§ 2.8.2, 2.8.4, 3.7, 6.4
derdenbeding	§ 2.6, 3.9, 4.2
derivaten	§ 4.3.3, 7.4, 7.9
deskundigheid en betrouwbaarheid	§ 6.2, 6.3, 6.6, 6.9.1, 6.9.2
diversificatie	§ 7.7, 7.8
diversificeerbaar risico	§ 7.7
doorsneepremie	§ 1.3
driepartijovereenkomst	§ 2.5, 4.4.2
Dutch Securities Institute	§ 4.4.4, 6.6
duty of impartiality	§ 6.5, 7.8
duty to investigate	§ 7.8
duty to monitor	§ 7.8
effectenrecht	§ 6.1, 6.2, 6.5, 6.6, 6.7
eigendomsoverdracht tot zekerheid	§ 3.3, 3.4
eindloonregeling	§ 2.7.1, 2.7.2, 2.8.4
enquêterecht	§ 5.8, 5.9.1, 5.9.2
ERISA	§ 7.8
EU Corporate Governance Action Plan	§ 6.8

Trefwoordenregister

faillissementsrisico	§ 3.2, 3.6
fiducia cum amico	§ 3.3, 3.4, 3.5, 3.6, 3.8, 6.6, 7.4
fiducia cum creditore, <i>zie eigendoms-overdracht tot zekerheid</i>	
fiduciare verantwoordelijkheid	§ 7.4, 6.6
fiduciar zekerheidsrecht, <i>zie eigendoms-overdracht tot zekerheid</i>	
fiduciaverbod	§ 3.4
financieel toetsingskader	§ 1.7, 2.8.4, 4.3
financiële bijsluiter, <i>zie bijsluiter</i>	
financiële marktpartij	§ 6.1
financiering	§ 2.8, 4.5.2
financieringsovereenkomst	§ 2.6, 3.7, 3.8
financieringstelsel	§ 2.8.4
firm risk, <i>zie ondernemingspecifiek risico</i>	
funding, <i>zie kapitaaldekking</i>	
gedragscode	§ 6.2
gedragstoezicht	§ 6.1, 6.2, 6.5, 6.6
geïndexeerde verplichting	§ 4.3
gemiddeld salarisregeling, <i>zie middelloon-regeling</i>	
geneeskundige behandeling	§ 4.4.1, 4.4.3
generational fairness	§ 2.8.2, 2.8.4
gepensioneerde	§ 2.4, 2.7.1, 2.8.4, 6.7.1
goed huisvader	§ 3.2, 3.3, 4.4.1, 6.6, 7.4
goede trouw	§ 4, 5.4
governance	§ 6.1, 6.8, 6.9.1, 6.9.2, 6.9.3
hedge funds	§ 4.4.4, 6.9.2
herstelplan	§ 2.8.4
herverzekering	§ 2.8.3, 2.10.2
huisvader, <i>zie goed huisvader</i>	
IAS	§ 2.8.1, 3.7, 6.9.2
in house matching	§ 4.5.2
index	§ 3.13, 4.4.4, 6.7.2
index linked bonds	§ 4.4.4, 7.4
indexatie	§ 1.3, 2.2, 2.9
individueel pensioenproduct	§ 2.7.2, 6.7.2
industry risk, <i>zie sector risico</i>	
inflatie	§ 2.7.1, 2.8.2, 4.3

*Trefwoordenregister*

informatieplicht	§ 4.4.3
informatieverstrekking	§ 4.3, 4.4.3, 5.9.1
integriteit	§ 1.5, 4.4.4, 6.2, 6.3
intergenerationele solidariteit	§ 1.3, 2.8.4
jaarrekening	§ 4.3.1, 4.3.2, 4.4.3, 5.9.1, 6.9.3
kapitaaldekking	§ 2.8.2, 2.8.4, 2.9, 4.3.3, 6.4
kapitaalsverzekering, <i>zie levensverzekering en verzekering</i>	
kerntaak	§ 2.10.1, 4.3
know-your-customer	§ 6.6
kwaliteitsrekening	§ 3.4, 3.11
langlevenrisico	§ 1.3
lastgeving	§ 1.5, 3.4, 3.6, 3.8, 4.2, 4.3, 4.3.4, 4.5, 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3, 4.6
legal list	§ 7.6
levensstandaardbeveiliging	§ 2.7.1
levensverzekering	§ 2.2, 2.9, 4.3, 7.4
lijfrente	§ 2.2
loyaliteitsbeginsel	§ 3.11, 7.6, 7.8, 7.9
maatschappelijk verantwoord beleggen	§ 4.5.3, 5.9.1, 7.3
maatschappelijk verantwoord ondernemen	§ 1.7
managementorganisatie	§ 2.10.2, 3.13, 5.5, 5.6.1
market impact	§ 4.5.2
market risk, <i>zie marktrisico</i>	
marktrisico	§ 6.4, 6.8, 7.7
marktwaarde	§ 2.8.2
matching	§ 4.4.3, 4.5.2
middelloonregeling	§ 2.7.1, 2.8.4
mismatch	§ 2.2, 4.3, 5.9.2, 6.9.3, 7.4
moderne portefeuille theorie	§ 7.6, 7.7, 7.8
nagelaten betrekking	§ 2.4
NFTK, <i>zie financieel toetsingskader</i>	
nominale verplichtingen	§ 4.3, 7.4

Trefwoordenregister

omkeerregel	§ 2.9
omslagstelsel	§ 2.8.2
onderlinge waarborgmaatschappij	§ 5.3
Ondernemingskamer	§ 5.1, 5.8, 5.9
ondernemingspecifiek risico	§ 7.7
ondernemingspensioenfonds	§ 2.3, 2.5, 2.10.2, 3.7, 3.9, 6.4, 6.9.3, 7.5
ondernemingsspaarfonds	§ 2.3
onroerend goed	§ 4.3.3, 7.3, 7.5, 7.7
opbouwregeling, <i>zie middelloonregeling</i>	
opdracht	§ 3.3, 3.4, 3.5, 3.8, 3.9, 4.2, 4.4, 6.6, 6.7, 6.9.1, 7.4
opdrachtbrief	§ 3.8, 3.9, 6.9.1
oprichtingshandeling	§ 2.3, 5.2
overige belanghebbenden	§ 2.4, 2.8.4, 5.6.3, 6.3
overschot	§ 1.4, 2.8.2
<i>pay-as-you-go, zie omslagstelsel</i>	
pater familias	§ 3.3, 6.6
pensioen (definitie)	§ 2.2
Pensioen- en Verzekeringskamer	§ 1.2, 2.8.4, 2.10.1, 2.10.2, 2.10.3, 3.8, 4.4.3, 5.6.1, 5.8, 6.3, 6.4, 7.3, 7.5
pensioenaanspraak	§ 2.2, 2.9, 6.2
pensioenadministratie	§ 2.10.2, 4.3, 4.3.1, 5.9.2
pensioencontract, <i>zie pensioenovereenkomst</i>	
pensioendatum	§ 2.7.1, 2.7.2, 4.3.2, 6.7.2
pensioenfonds (definitie)	§ 2.3, 3.2
pensioenopbouw	§ 2.8.1
pensioenovereenkomst	§ 2.2, 2.5, 2.6, 2.8.4, 2.9, 4.2, 4.3, 4.3.4, 6.7.1, 6.7.2, 6.9.3
pensioenpremie	§ 2.5, 2.7.2, 2.8.2, 3.2, 4.3, 6.7.1, 6.7.2
pensioenproduct	§ 1.3, 2.2, 2.9, 4.3, 6.7.1, 6.7.2
pensioenrecht	§ 2.2, 2.5, 4.3
pensioenregeling	§ 2.2, 2.5, 2.6, 2.9, 3.2, 3.7, 4.4.3, 5.6.2, 6.4, 6.7.1, 6.7.2, 6.9.1, 6.9.2, 6.9.3, 7.4
pensioenreglement	§ 2.5, 2.6, 2.8.4, 3.8, 3.9, 5.6.2
pensioenresultaat	§ 2.4, 2.8.4, 3.7
Pensioenrichtlijn	§ 1.7, 3.7, 4.4.3, 5.2, 6.2, 6.7.2, 6.9.1, 6.9.3, 7.2, 7.9
pensioenstaten	§ 4.3.1, 4.4.3, 7.4
pensioentekort	§ 2.7.2

## Trefwoordenregister

pensioentoezegging	§ 2.4, 2.5, 2.6, 2.8.1, 2.8.2, 3.7, 3.8, 5.2
pensioenuitvoerder	§ 2.4, 2.9, 3.8, 5.3, 6.7.1, 6.7.2
pensioenvermogen	§ 2.10.2, 3.2, 3.6, 3.11, 6.4, 7.8, 7.9
Pensioenwet	§ 1.7, 2.6, 2.9, 3.8, 4.4.3, 5.8, 6.4, 6.7.1, 6.7.2
pension deal	§ 2.8.4, 3.11, 6.7.1, 6.9.1
pension (fund) governance	§ 1.1, 5.3, 6.1, 6.9.1, 6.9.2, 6.9.3
performance-attributie	§ 4.4.3
performance-meting	§ 4.3.4
persoonlijke dienstverrichting	§ 4.4.4, 7.6
premium holiday	§ 3.7
private equity	§ 4.4.4, 4.5.2, 6.9.2, 7.4
privatieve werking, <i>zie lastgeving</i>	
prudence	§ 3.11, 7.4, 7.6
prudent investor	§ 7.6, 7.8, 7.9
prudent man-rule	§ 7.6, 7.8
prudent person	§ 1.7, 7.2, 7.4, 7.5, 7.6, 7.9
prudentieel toezicht	§ 6.2, 6.4, 7.4, 7.9
PVK, <i>zie Pensioen- en Verzekeringskamer</i>	
rechtenadministratie, <i>zie kerntaak</i>	
rechtspersonenrecht	§ 5.1, 5.2, 6.9.2
redelijkheid en billijkheid	§ 3.13, 4.2, 4.5.3, 5.4, 5.5, 5.6.1, 5.6.2, 6.6
reglementen	§ 2.6, 3.8, 3.9, 5.4, 5.5, 5.6.2, 5.9.1, 6.4, 6.9.3
reken- en verantwoording	§ 4.4.3, 6.7.1, 7.4
rekenrente	§ 2.8.2, 6.4
relational contracts	§ 3.11
rentmeester	§ 3.2
res fiduciariae	§ 3.3
residual claimant	§ 6.9.1
Restatement Trusts	§ 3.10, 6.9.1, 7.6, 7.8
restricted list, <i>zie legal list</i>	
risicobeheer	§ 4.3.3, 4.4.3, 4.4.4, 7.4
risicodeling	§ 1.3, 2.8.4
risicokapitaalmarkt	§ 7.9
risicopremie	§ 7.7
risicoprofiel	§ 2.8.4, 4.4.3, 5.6.3, 6.7.2, 6.9.3, 7.5, 7.8
Romeinse recht	§ 1.6, 3.3, 3.11, 4.4.1, 5.2

Trefwoordenregister

sector risico	§ 7.7
Selbsteintritt	§ 4.5.1, 4.5.3, 5.4
separaat werkend pensioenfonds	§ 2.10.2, 3.13, 5.5, 6.9.2, 6.9.3
SER	§ 3.8, 3.9, 6.7.2
settlor	§ 3.11, 7.6
shareholder value	§ 6.8
slaper	§ 2.4, 2.11
socially responsible investments	§ 4.5.3
solely in the interest rule	§ 3.7, 6.9.1, 7.8, 7.9
solidariteit	§ 2.8.1, 2.8.2, 2.9
solidariteitscriteria	§ 2.9, 4.3
solide beleggen	§ 5.9, 6.4, 7.1, 7.3, 5.7, 7.9
solvabiliteit	§ 2.8.1, 6.2, 6.4
solvabiliteitstoets	§ 6.4
solvabiliteitstoezicht	§ 1.7
stakeholder	§ 6.8
staten, <i>zie pensioenstaten</i>	
statuten	§ 2.6, 3.8, 5.2, 5.4, 5.5, 5.7, 5.9.1, 6.4, 6.9.3
sterfterisico	§ 1.3
stichting	§ 2.3, 5.1, 5.2, 5.3, 5.5, 5.7, 5.8, 6.9.3
systeemrisico	§ 6.2
systeemtoezicht	§ 6.2
systematic risk, <i>zie marktrisico</i>	
taakafbakening	§ 2.2, 2.9
Tabaksblad	§ 4.4.3, 4.5.3, 6.8, 6.9.3
tekortmaat	§ 6.4
timingsrisico	§ 6.7.2
toezicht	§ 6.2, 6.3, 6.4, 6.9.3, 7.3, 7.4, 7.9
Total Portfolio Approach	§ 7.6, 7.7, 7.8
tracking error	§ 4.4.3
transparantie	§ 4.4.3, 6.7.1, 6.9.1, 7.4, 7.9
Treuhand	§ 3.10
trustrecht	§ 3.4, 3.6, 3.10, 3.11, 7.4, 7.6, 7.7, 7.9
trustvermogen	§ 3.10, 3.11
uitbesteding	§ 2.10.1, 2.10.2, 3.13, 5.5, 6.9.1, 6.9.2, 7.8
uitschakelbepaling	§ 4.2, 4.4.4, 4.6
Uniform Prudent Investor Act	§ 7.1, 7.8
unit-linked	§ 6.7.2



### *Trefwoordenregister*

valutarisico	§ 7.4
vaste-bedragen regeling	§ 2.7
vennootschapsbelasting	§ 2.9, 5.3
verantwoordingsplicht, <i>zie rekening en verantwoording</i>	
vergrijzing	§ 1.1, 2.8.1
Verklaring inzake de beleggingsbeginselen	§ 4.4.3, 6.7.1, 7.9
vermogensbeheer	§ 1.5, 4.3, 4.3.3, 4.4.4, 6.2, 6.6, 6.9.2, 7.8
vermogensscheiding	§ 6.5, 6.6
verplichte deelneming, <i>zie deelneming</i>	
verplichtstelling	§ 2.3, 2.5, 2.9, 4.4.2
verslaggevingseisen	§ 4.3.1
verslagstaten, <i>zie pensioenstaten</i>	
vertrouwen(-srelatie)	§ 3.3, 3.4, 3.13, 4.4.4, 5.2, 6.2, 6.6, 6.7.1, 6.8, 6.10
verzekeraar	§ 1.2, 1.3, 2.2, 2.8.3, 2.9, 4.3, 6.7.2
verzekering	§ 2.2, 2.9, 4.3, 7.4
waarborgfunctie	§ 3.2
waardevast pensioen	§ 2.7.1
wanbeheer	§ 5.7, 5.9, 5.10
wanbeleid	§ 5.1, 5.8, 5.9, 5.9.2
welvaartsvast pensioen	§ 2.7.1
zeggenschapsrechten	§ 1.1, 4.3.2, 4.5.3, 6.8, 7.8
zelfadministrerend pensioenfonds	§ 2.10.2, 3.13, 6.9.2
zorgplicht	§ 1.5, 3.3, 4.4.1, 6.5, 6.6, 6.7, 6.7.1, 6.7.2

## **CURRICULUM VITAE**

René Maatman werd op 25 november 1960 geboren te Gendringen. Hij behaalde het Atheneum-diploma aan de Protestants Christelijke Scholengemeenschap te Doetinchem. Van 1979-1984 studeerde hij Nederlands recht aan de Katholieke Universiteit Nijmegen. Vervolgens trad hij als wetenschappelijk medewerker privaatrecht in dienst van de Open Universiteit te Heerlen. Sinds 1988 is hij werkzaam bij ABP, aanvankelijk als jurist bij de afdeling Leningen & Effecten, daarna als hoofd juridische en fiscale zaken bij ABP Vermogensbeheer.

Hij is bestuurslid van Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen en medewerker van het tijdschrift Ondernemingsrecht.

René Maatman is getrouwd met Mieke Abarbanel. Zij hebben twee dochters en een zoon: Marijne (17), Phillian (15) en Ivo (13).

## SERIE ONDERNEMING EN RECHT

In de Serie Onderneming en Recht zijn de volgende delen verschenen:

- o. W.C.L. van der Grinten, S.C.J.J. Kortmann, A.J.M. Nuytinck, H. Wammes (*red.*),  
Onderneming en Nieuw Burgerlijk Recht, Zwolle 1991.
1. S.C.J.J. Kortmann, P.J. Dortmond, A.W. Kist, N.E.D. Faber, A. van Hees, F.J.P.  
van den Ingh, A.J.M. Nuytinck (*red.*),  
Financiering en Aansprakelijkheid, Zwolle 1994.
2. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber (*red.*),  
Geschiedenis van de Faillissementswet,  
Deel 2-I Heruitgave Van der Feltz, I, Zwolle 1994.  
Deel 2-II Heruitgave Van der Feltz, II, Zwolle 1994.  
Deel 2-III Wetswijzigingen, Zwolle 1995.
3. A.G. van Solinge,  
Leeuwe- en andere delen, Enkele gedachten over winstverdeling bij personen-  
en kapitaalvennootschappen, Zwolle 1995.
4. J. Beuving,  
Factoring, Zwolle 1996.
5. D.J. Hayton, S.C.J.J. Kortmann, A.J.M. Nuytinck, A.V.M. Struycken, N.E.D.  
Faber (*red.*),  
Vertrouwd met de Trust, Trust and Trust-like Arrangements, Deventer 1996.
6. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, J.J. van Hees, S.H. de Ranitz (*red.*),  
De curator, een octopus, Deventer 1996.
7. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, A.A. van Rossum, H.L.E. Verhagen, (*red.*),  
Onderneming en 5 jaar nieuw Burgerlijk Recht, Deventer 1997.
8. J.J. van Hees,  
Leasing, Deventer 1997.
9. G.A.J. Boekraad,  
Afwikkeling van de faillissementsboedel, Deventer 1997.

10. S.C.J.J. Kortmann, F.J. Oranje, A.A. van Rossum, J.W.H. van Wijk, (red.),  
Overheid en onderneming, Deventer 1998.
11. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, E. Loesberg (red.),  
Corporate Governance *in perspectief*, Deventer 1998.
12. W.A.K. Rank,  
De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk, Deventer 1998.
13. S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge, H.L.E. Verhagen (red.),  
Onderneming en Effecten, Deventer 1998.
14. R.E. van Esch,  
Electronic Data Interchange (EDI) en het vermogensrecht, Deventer 1999.
- C.M. Hilverda,  
Faillissementsfraude, Deventer 1999.
16. Gerard van Solinge, M.P. Nieuwe Weme,  
Gedragregels inzake een openbaar bod op aandelen, Deventer 1999.
17. S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber, J.A.M. Strens-Meulemeester (red.),  
Vertegenwoordiging en Tussenpersonen, Deventer 1999.
18. J. Stuyck, M. Waelbroeck, B.L.P. van Reeken, S.B. Noë; F.O.W. Vogelaar (red.),  
Competition law in the EU and the Netherlands. A practical guide, Deventer 2000.
19. S.O.H. Bakkerus,  
Bancaire aansprakelijkheid, Deventer 2000.
20. C.J.M. Klaassen,  
Schadeveroorzakend handelen in functie, Deventer 2000.
21. J.M.A. Berkvens, N.E.D. Faber, S.C.J.J. Kortmann, A. Oskamp (red.),  
Onderneming en ICT, Deventer 2000.
22. I.P. Asscher-Vonk, N.E.D. Faber, S.C.J.J. Kortmann, E. Loesberg (red.),  
Onderneming en Werknemer, Deventer 2001.

23. J.J. Dammingh,  
Bemiddeling door de makelaar bij de koop en verkoop van onroerende zaken,  
Deventer 2002.
24. S.C.J.J. Kortmann, C.J.H. Jansen, G. van Solinge, N.E.D. Faber (red.),  
Onderneming en 10 jaar nieuw Burgerlijk Recht, Deventer 2002.
25. C.J.M. Klaassen, R.J.N. Schlössels, G. van Solinge, L. Timmerman (red.),  
Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt, Deventer 2003.
26. Th.C.J.A. van Engelen,  
Onverkoopbare vermogensrechten. Artikel 3:83(3) BW nader beschouwd, Deventer  
2003.
27. R.H. Maatman,  
Het pensioenfonds als vermogensbeheerder, Deventer 2004.

Onderzoekcentrum  
Onderneming  Recht

EEN SAMENWERKINGSVERBAND  
VAN DE FACULTEIT DER RECHTSGELEERDHEID

VAN DE KU NIJMEGEN EN  
ABN AMRO BANK N.V.

AKZO NOBEL NV

ALLEN & OVERY

DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK

CLIFFORD CHANCE

HOUTHOFF BURUMA

LOYENS & LOEFF

NAUTA DUTILH

PELS RIJCKEN & DROOGLEEVER FORTUIJN

SHELL INTERNATIONAL BV

STIBBE

STICHTING PENSIOENFONDS ABP