

## 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/2066/151628>

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



EEN SAMENWERKINGSVERBAND  
VAN DE FACULTEIT DER RECHTSGELEERDHEID

VAN DE R<sub>U</sub> NIJMEGEN EN

AEGON N.V.

AKZO NOBEL NV

ALLEN & OVERY

APG ASSET MANAGEMENT

DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK

CLIFFORD CHANCE

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

HOUTHOFF BURUMA

ING GROEP N.V.

LOYENS & LOEFF

NAUTA DUTILH

PELS RIJCKEN & DROOGLEEVER FORTUIJN

RABOBANK NEDERLAND

STIBBE

STICHTING EUMEDION



WWW.WOLTERSKLUWER.NL

UITBESTEDING IN DE FINANCIËLE SECTOR

88

UITBESTEDING IN DE FINANCIËLE SECTOR  
in het bijzonder van vermogensbeheer  
door pensioenfondsen

Mr. drs. P. Laaper



SERIE ONDERNEMING EN RECHT  
DEEL 88



## UITBESTEDING IN DE FINANCIËLE SECTOR

in het bijzonder van vermogensbeheer door pensioenfondsen

SERIE ONDERNEMING EN RECHT

onder redactie van

Prof. mr. S.C.J.J. Kortmann

Prof. mr. N.E.D. Faber

*deel 88*

# UITBESTEDING IN DE FINANCIËLE SECTOR

in het bijzonder van vermogensbeheer door pensioenfondsen

## PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR  
AAN DE RADBOUD UNIVERSITEIT NIJMEGEN  
OP GEZAG VAN DE RECTOR MAGNIFICUS,  
VOLGENS BESLUIT VAN HET COLLEGE VAN DECANEN  
IN HET OPENBAAR TE VERDEDIGEN  
OP MAANDAG 14 DECEMBER 2015  
OM 14.30 UUR PRECIES

DOOR

**PETER LAAPER**

GEBOREN OP 21 FEBRUARI 1978  
TE BEST

WOLTERS KLUWER – 2015

*Promotores:* Prof. mr. D. Busch  
Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol

*Manuscriptcommissie:*

- Prof. mr. M. Heemskerk (Radboud Universiteit)
- Prof. mr. E.P.M. Joosen (Universiteit van Amsterdam)
- Prof. mr. R.H. Maatman (Radboud Universiteit)
- Prof. mr. R.J.N. Schlössels (Radboud Universiteit)
- Prof. mr. V.P.G. de Serièrè (Radboud Universiteit)

ISBN 978 90 13 13390 5  
ISBN 978 90 13 13391 2 (E-book)  
NUR 827-295

Cremers visuele communicatie, grafisch ontwerp

© 2015, Peter Laaper, Nijmegen

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

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16b Auteurswet jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 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 de gevolgen hiervan.

Wolters Kluwer Nederland BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)-overeenkomst. De gegevens kunnen door Wolters 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 Wolters Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing.

## WOORD VOORAF

Financiële ondernemingen en pensioenfondsen besteden op grote schaal werkzaamheden uit. Dat biedt voordelen, zoals kostenbesparing en toegang tot specialistische deskundigheid. Het scheidt ook risico's doordat de werkzaamheden op afstand worden uitgevoerd. Het gevaar bestaat dat de uitbestedende onderneming haar grip op de uitbestede werkzaamheden verliest. Dat kan de onderneming, maar ook haar cliënten of de pensioengerechtigden schaden. Ook bestaat het gevaar dat de toezichthouder geen adequaat toezicht kan houden, omdat de werkzaamheden niet langer door de onder toezicht staande instelling worden uitgevoerd, maar door een dienstverlener.

Ter beheersing van zulke risico's moet een uitbestedende onderneming maatregelen nemen: zij moet "in control" blijven. De "in control"-eis is echter een open norm die invulling behoeft. De te nemen maatregelen zijn in veel financiële sectoren tot op zekere hoogte uitgewerkt. Het valt echter op dat, voor zover ze zijn uitgewerkt, de eisen aan uitbesteding voor bijvoorbeeld pensioenfondsen, banken en beleggingsinstellingen onderling verschillen. In de praktijk worstelen veel uitbestedende ondernemingen daarom met de vraag wanneer voldoende maatregelen zijn genomen om "in control" te zijn. Daarnaast blijft onduidelijk of de toezichthouders over adequate bevoegdheden beschikken voor hun toezicht op de uitbestede werkzaamheden. Onduidelijk is voorts welke bescherming de cliënt of de pensioengerechtigde aan de uitbestedingsregels ontleent.

Er bestaat nauwelijks literatuur of jurisprudentie die op deze vraagstukken ingaat. In deze studie geeft Laaper een grondige systematische analyse van de uitbestedingsregels. Eerst leidt hij uit de totstandkomingsgeschiedenis van de uitbestedingsregels een raamwerk af. Vervolgens geeft hij aan de hand van dat raamwerk uitleg en praktische invulling aan de uitbestedingsregels. Daarna volgt een analyse van de wijzen waarop de toezichthouder

toezicht kan houden en kan ingrijpen in bijvoorbeeld de uitbestedingsrelatie. Tot slot geeft hij op heldere wijze inzicht in de rechtspositie van de cliënt of pensioengerechtigde tegenover de uitbestedende onderneming.

Met zijn toegankelijk geschreven studie legt Laaper een wetenschappelijk fundament onder de rechtsregels inzake uitbesteding en geeft hij aan de hand daarvan antwoorden voor de praktijk. Wij nemen deze studie daarom graag op in de Serie Onderneming en Recht.

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

Nijmegen, september 2015



## DANKWOORD

Een vriend zei mij eens: "Succes staat nooit op zichzelf. Je bouwt altijd voort op het werk van anderen". Een korte blik op de literatuurlijst bevestigt al snel zijn gelijk. Maar ik wil hier vooral mijn dank uitspreken aan die mensen die actief hebben bijgedragen aan mijn onderzoek.

Op de eerste plaats zijn daar mijn beide promotores: Danny Busch en Christel Grundmann-van de Krol. Beste Danny, ik heb in mijn academische carrières diverse voorbeelden van begeleiding gezien. Zelden zag ik iemand die zo kort op het onderzoek en het schrijfproces zit als jij. Velen zouden wat van jouw betrokkenheid kunnen overnemen. Dank voor je tomeloze inzet. Beste Christel, jouw betrokkenheid was meer op de achtergrond, maar voor mij cruciaal. Het heeft mij, vooral daarom, altijd gespeten dat ik geen tijd had om een bijdrage te schrijven voor de bundel ter ere van jou, bij gelegenheid van je afscheid als hoogleraar effectenrecht aan deze faculteit. Maar ik zie het als een renderende investering. Van mij krijg je niet "slechts" een bijdrage aan een bundel: maar een heel boek.

Op de tweede plaats dank ik de leden van de leescommissie voor de tijd en moeite die is genomen om mijn onderzoeksverslag te lezen en van commentaar te voorzien. Voorts ben ik dank verschuldigd aan mijn collega's van de faculteit, in het bijzonder die van het Instituut voor Financieel Recht en van het Van der Heijden Instituut, en aan mijn huidige collega's van Keijser Van der Velden advocaten, voor het "sparren" en consulteren in de afgelopen jaren. Om dezelfde reden zeg ik een woord van dank aan Rawy van den Beucken die mij met betrekking tot derdenverklaringen voor misstappen heeft behoed.

Een belangrijke bron van inbreng in mijn onderzoek is afkomstig van mensen uit de praktijk. Vanwege hun praktijkachtergrond, heb ik hen echter vertrouwelijkheid moeten beloven. Hun namen zijn weliswaar "onnoemelijk"; dat geldt niet voor mijn dankzegging.

Uitbesteding kan een zegen zijn! Marianne Koopman heeft het manuscript drukklaar gemaakt en van het opstellen van het trefwoordenregister kon ik het meeste werk aan Tom Hutten uitbesteden. Bovendien heeft Barbara de Barbason mijn vertaling van de samenvatting in het Engels geschoond van “pidgin”-kenmerken. Mijn dank is aan hen. Mochten er echter ergens ongerechtigheden zijn, dan neem ik uiteraard de verantwoordelijkheid voor mijn rekening. Zo hoort dat wanneer men werkzaamheden uitbestedt!

In dankwoorden pleegt men nogal eens allerlei personen te bedanken die vermoedelijk geen enkele bijdrage aan het werk hebben geleverd. In de gevallen van een nog ongeborn kind en een toen reeds overleden huiskat weet ik dat zeker. Om de lijst niet eindeloos te maken, beperk ik mij wel tot de mensen die een bijdrage aan het manuscript hebben geleverd. Mijn vrienden en familie waardeer ik “onnoemelijk”, maar in de meeste gevallen om hele andere redenen.

De laatste dankzegging heb ik bewaard voor degene die feitelijk de grootste bijdrage heeft geleverd aan mijn onderzoek. Daniëlle, door jouw liefdevolle inzet thuis, kon ik (meer) tijd besteden aan het afronden van het proefschrift. Zonder die inzet van jou, was er van die laatste fase niet veel terecht gekomen. Dank je wel.

Met jouw inzet, lever je dus eigenlijk een dubbele bijdrage aan de wetenschap, want ook jouw promotie-traject is bijna gereed.<sup>1</sup> We hebben nog overwogen om op dezelfde dag te promoveren, maar dat zat er helaas niet in. Ik promoveer nu iets eerder dan jij. Maar jou is dan weer de hoogste (zij het toch wat dubieuze) medisch-wetenschappelijke eer al te beurt gevallen: er is een heus syndroom naar je genoemd.<sup>2</sup> Daniëlle, ik ben trots op je!

De uitbesteding van mijn huishoudelijke taken was een zegen voor mijn proefschrift. Volgens Arnon Grunberg kan uitbesteding ook op andere terreinen van het huiselijke leven een zegen zijn:

- 
- 1 D.G.M. Bosch, *Cerebral visual impairment: from clinic to genetics*, (te verschijnen in 2016).
  - 2 Het Bosch-Boonstra-Schaaf optic atrophy syndrome, naar aanleiding van jouw artikel Bosch e.a., NR2F1 mutations cause optic atrophy with intellectual disability, *Am. J. Hum. Genet.* 2014, p. 303-309.

*“Zonder specialisatie en uitbesteding van werk geen welvaart. Zelf je stoep vegen is bovendien een vorm van broodroof. Laat Justitie de detentiecentra voor asielzoekers openstellen zodat de burgerij de vreemdelingen kan inhuren om voor 8 euro per uur sneeuw te ruimen.*

*Ook als het om uw privéleven gaat, kunt u werk verschaffen. Waarom zou u een plichtmatig gesprek met uw partner voeren als een ander, bijvoorbeeld een illegaal, dat voor u kan doen? Die heeft misschien nog iets nieuws te melden. In de tussentijd trekt u zich discreet terug om eindelijk een goed boek te lezen”.<sup>3</sup>*

Daniëlle, dát gaan we niet doen. Ik heb mijn rust en mijn boeken lief, maar jou en Floor liever.

---

3 Arnon Grunberg, Broodroof, Volkskrant 24 januari 2013.

*Voor Prof. mr. drs. Christel Grundmann-van de Krol*

## INHOUDSOPGAVE

<b>WOORD VOORAF</b>	V
<b>DANKWOORD</b>	VII
<b>LIJST VAN AFKORTINGEN EN TERMINOLOGIE</b>	XXI
<b>Hoofdstuk 1 Inleiding</b>	1
1.1 Onderwerp van onderzoek	1
1.2 Probleemstelling, onderzoeksvragen en normatief kader	4
1.3 Rechtvaardiging van het onderzoek	6
1.4 Afbakening	7
1.5 Verantwoording	8
1.5.1 Methodologie	8
1.5.2 Een doorlopend voorbeeld	9
1.5.3 Het bronnenmateriaal	11
1.6 Plan van aanpak	14
1.7 Terminologie	15
1.7.1 Nederlandse uitbestedingsregels, Europese richtlijnen, internationale richtlijnen en voormalige toezichthouderregels	15
1.7.2 DNB-vergunde ondernemingen en AFM-vergunde ondernemingen	15
1.7.3 Bankbeleggingsonderneming en zuivere beleggingsonderneming	16
1.7.4 Pensioenfondsen en pensioenverzekeraar	16
1.7.5 Toezichthouder, toezichtmedewerker en interne toezichthouder	17
1.7.6 Pensioenovereenkomst, pensioenregeling en pensioenreglement	17
1.7.7 Zuivere premierregelingen en “andere pensioenregelingen”	18
1.7.8 Pensioenaanspraken en pensioenrechten	18
	XI

1.7.9	Begunstigden, cliënten en deelnemers	18
1.7.10	Deskundigheid en geschiktheid	19
1.8	Afsluiting	19
<b>Hoofdstuk 2 Theoretisch raamwerk en reikwijdte van de uitbestedingsregels</b>		21
2.1	Inleiding	21
2.2	Onderlinge verbanden tussen de uitbestedingsregelingen	21
2.3	Een gemeenschappelijk systeem	24
2.3.1	Het oorspronkelijke uitgangspunt	25
2.3.2	Het uitgangspunt in andere regelingen	25
2.3.3	Brievenbusmaatschappijen	28
2.3.4	Proportionaliteit	29
2.4	Tussenconclusie: kruissectorale analoge toepassing	30
2.5	Reikwijdte van de uitbestedingsregels	32
2.5.1	Het begrip “uitbesteding”	32
2.5.2	Geen overeenkomst van opdracht vereist	34
2.5.3	“Een derde”	35
2.5.3.1	Delegatie binnen de organisatie	35
2.5.3.2	Groepsuitbesteding	35
2.5.3.3	Detachering	36
2.5.4	“Eigen” werkzaamheden	37
2.5.4.1	Activiteiten die het fonds zelf niet uitvoeren kan	39
2.5.4.2	Verplichte uitbesteding	40
2.5.5	“Wezenlijke” werkzaamheden	41
2.5.5.1	Kerntaken en ondersteunende bedrijfsprocessen	41
2.5.5.2	Nederlandse Parlementaire Geschiedenis	42
2.5.5.3	Solvency II, MiFID en CEBS-richtlijnen	43
2.5.5.4	IOSCO- en Joint Forum-richtlijnen	44
2.5.5.5	“Wezenlijk” in het licht van de ratio van de uitbestedingsregels	45
2.5.5.6	Wezenlijkheid en proportionaliteit	46
2.5.6	Uitzondering op de regel bij beleggingsinstellingen?	47
2.5.7	Enkele uitbestedingsvarianten	49
2.5.7.1	Groepsuitbesteding	49
2.5.7.2	Incidentele en structurele uitbesteding	51
2.5.7.3	Onderuitbesteding	53
2.5.8	Enkele specifieke inschakelingen van dienstverleners	55
2.5.8.1	Inwinning van advies	55
2.5.8.2	Externe bemensing van het bestuursbureau	57
2.5.8.3	Bewaring van activa	57
2.5.8.4	Securities lending	58

2.5.8.5	Monitoring van de beleggingsportefeuille	59
2.5.8.6	Deelneming in een beleggingsinstelling	60
2.5.8.7	Vermogensbeheer	63
2.5.8.8	Fiduciair beheer en pensioenuitvoeringsbedrijf	63
2.5.8.9	Verzekerde pensioenfondsen	64
2.6	Quasi-uitbesteding en relativering van het belang tot onderscheid	66
2.7	Conclusies	70
<b>Hoofdstuk 3 Vermogensbeheer door pensioenfondsen</b>		<b>75</b>
3.1	Inleiding	75
3.2	Beleggingstheorie	76
3.2.1	Risico en rendement	76
3.2.2	Diversificatie	79
3.2.3	De optimale of efficiënte portefeuille en aanpassing aan de "risk appetite"	80
3.2.4	Efficiënte-markthypothese	82
3.2.5	"De markt verslaan": actief vermogensbeheer	83
3.2.6	Beheersen van actief risico	84
3.3	Regels ten aanzien van de beleggingen	87
3.4	Prudent person-regel versus kwantitatieve beleggingsrestricties	88
3.4.1	Kwantitatieve beleggingsrestricties	89
3.4.2	Prudent person-regels	90
3.4.3	Keuze voor prudent person-regel als leidende methode van reguleren	91
3.5	Beleggingsvrijheid en het belang van de begunstigden	92
3.5.1	Beleggingsvrijheid	92
3.5.2	Het belang van de begunstigden	93
3.5.3	Belangen van anderen dan begunstigden	94
3.6	De vaststelling van het beleggingsbeleid	96
3.6.1	Nadere eisen aan het beleggingsbeleid	96
3.6.2	Aansluiting bij de beleggingstheorie	97
3.6.3	Aansluiting bij de duur van de pensioenverplichtingen	99
3.6.4	Deskundigheid	101
3.6.5	ALM-studie	102
3.6.6	"Risk appetite"	103
3.6.7	Gewenst rendement	104
3.6.8	Kosten van vermogensbeheer	104
3.6.9	Specifieke beleggingsrestricties	106
3.6.9.1	Beleggingsrestricties uit de Pensioenrichtlijn	106
3.6.9.2	Beperkingen die niet uit pensioenregelgeving voortvloeien	108

3.6.10	De omgekeerde wereld van staatsobligaties	109
3.6.11	Strategisch en tactisch beleggingsbeleid	110
3.6.12	Gevolgen voor de organisatie-inrichting	111
3.7	Conclusies	112

**Hoofdstuk 4 Doorwerking van Europese richtlijnen in nationaal  
civiel recht en aantastbaarheid van contractsafspraken wegens  
strijd met de wet**

4.1	Inleiding	115
4.2	Hoofdpijnen van doorwerking	117
4.3	Mag de civiele rechter afwijken van de richtlijn?	121
4.4	Mogen contractspartijen afwijken van de richtlijn?	126
4.5	Aantastbaarheid van contractsafspraken in strijd met prudent person-regel of uitbestedingsregels	129
4.5.1	Aantastbaarheid van rechtshandelingen wegens strijd met de wet	129
4.5.1.1	De totstandkoming van de niet-aantastbaarheidsregeling in de Wft	130
4.5.1.2	Bepaling van de aantastbaarheid onder de Pensioenwet	132
4.5.1.3	Overtreding van de prudent person-regel	132
4.5.1.4	Overtreding van de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels	133
4.5.2	Andere aantastingsgronden	135
4.5.3	Andere mogelijkheden voor uitschakeling	136
4.5.4	Verhouding tot effectiviteitsbeginsel	137
4.6	Conclusies	138

**Hoofdstuk 5 Uitbesteding van vermogensbeheer door  
pensioenfondsen**

5.1	Inleiding	141
5.2	Risicoanalyse	142
5.2.1	Het risico-begrip	142
5.2.2	De methode van de risicoanalyse	143
5.2.3	Enkele concrete risico's	145
5.3	Uitbestedingsbeleid	146
5.3.1	Aanknopingspunten	146
5.3.2	Procedurele aspecten	146
5.3.3	In het beleid te behandelen onderwerpen	147
5.4	Van uitbesteding uitgesloten werkzaamheden	148
5.4.1	Oneigenlijke uitbestedingsverboden	149
5.4.2	Taken en werkzaamheden van dagelijksbeleidsbepalers	151



5.4.3	De interne-controlefunctie en andere governance-functies	153
5.4.4	Een minimale omvang van niet-uitbestede taken	155
5.5	Deskundigheid	156
5.5.1	Het belang van deskundigheid	156
5.5.2	Beschikbaarheid van deskundigheid	157
5.5.3	Het niveau van deskundigheid	159
5.5.4	Continuïteit	159
5.6	Operationele interne voorbereiding	160
5.6.1	De uitbestedingsbeslissing	161
5.6.2	Meldingen en goedkeuringen	162
	5.6.2.1 Interne meldingen en goedkeuringen	162
	5.6.2.2 Externe meldingen en goedkeuringen	163
5.6.3	De voorbereiding van het selectietraject	164
5.7	Selectiefase	165
5.7.1	De voorselectie	165
5.7.2	De offerte-aanvraag	166
5.7.3	Due diligence-onderzoek	168
5.7.4	Onderhandelingen	172
5.7.5	Keuze en vastlegging van de gronden voor de keuze	172
5.8	De overeenkomst	172
5.8.1	De civielrechtelijke aard van de overeenkomst	173
5.8.2	De inhoud van de overeenkomst	176
5.9	Rechtskeuze en forumkeuze	178
5.9.1	Inleiding	178
5.9.2	Rechtskeuze	178
5.9.3	Forumkeuze	180
5.9.4	De haalbaarheid van een rechts- en een forumkeuze	181
5.10	De taakopdracht	181
5.10.1	De uitbestedingsparadox	181
5.10.2	Het beleggingsbeleid als startpunt	183
5.10.3	De vertaling naar de taakopdracht	184
	5.10.3.1 Risicobegrenzingsen	184
	5.10.3.2 Aanvullende begrenzingen	187
	5.10.3.3 Effectiviteit van de risicobegrenzingsen en duidelijke afspraken	187
5.10.4	Uitvoering van de transacties	188
5.10.5	Samenwerking met andere partijen die voor het pensioenfonds werkzaam zijn	190
5.11	Onderuitbesteding	192

5.12	Financiële afspraken	193
5.12.1	Het belang van financiële afspraken	193
5.12.2	De beloning van de vermogensbeheerder	194
5.12.2.1	De tariefstructuur	194
5.12.2.2	Evaluatie van en onderhandeling over de tariefstructuur	196
5.12.3	Het beloningsbeleid van de vermogensbeheerder	196
5.12.4	Transparantie van de kosten	199
5.13	Administratie en vertrouwelijke gegevens	200
5.13.1	Bewaartermijn	200
5.13.2	Bescherming vertrouwelijke gegevens	201
5.14	Tegenstrijdige belangen en integriteit	201
5.15	Toezicht door het pensioenfonds	204
5.15.1	Inleiding	204
5.15.2	Onderlinge informatie-uitwisseling	205
5.15.3	Rapportages	206
5.15.4	Bijzondere informatieverplichtingen	208
5.15.5	Andere controlemechanismen	210
5.15.5.1	Inschakeling van een onafhankelijke custodian	210
5.15.5.2	Derdenverklaring	211
5.15.5.3	Onderzoek ter plaatse	212
5.15.6	Aanwijzingen en instructies	213
5.15.7	Overlegstructuur en evaluaties	216
5.16	Problemen tijdens de samenwerkingsfase	218
5.16.1	Calamiteitenbeheersing	218
5.16.2	Conflictbeheersing	220
5.17	Aansprakelijkheid. Exoneraties, boeteclausules en vrijwaringen	221
5.17.1	Exoneraties	221
5.17.1.1	Grenzen aan exoneraties	222
5.17.1.2	Exoneraties bij onderuitbesteding	224
5.17.1.3	Exoneraties bij quasi-onderuitbesteding	225
5.17.2	Boeteclausules en vrijwaringen	226
5.18	Beëindiging van de uitbestedingsrelatie	227
5.18.1	Opzegging door het pensioenfonds	227
5.18.1.1	Opzeggingsbevoegdheid	228
5.18.1.2	Opzegtermijn	229
5.18.1.3	Opzegvergoeding	230
5.18.2	Opzegging door de vermogensbeheerder	230
5.18.3	Voortgezette dienstverlening tijdens de opzegtermijn	231
5.19	Conclusies	232

---

<b>Hoofdstuk 6 De positie van de toezichthouder</b>	235
6.1 Inleiding	235
6.2 Het Europese toezichtkader	236
6.3 De beginselplicht tot handhaving	237
6.4 Het grensgebied tussen controle en vervolging	241
6.5 Controle op het pensioenfonds	242
6.5.1 Meldingen van het pensioenfonds aan de toezichthouder	242
6.5.2 Meldingen van derden aan de toezichthouder	243
6.5.3 Actief toezicht op basis van Awb-bevoegdheden	244
6.5.3.1 Evenredigheidsbeginsel	244
6.5.3.2 Betreden van plaatsen	246
6.5.3.3 Inlichtingenbevoegdheid en inzagebevoegdheid	246
6.5.3.4 Medewerkingsplicht	248
6.5.4 De inlichtingenbevoegdheid van DNB en de AFM	248
6.6 Controle op de dienstverlener	249
6.6.1 De Awb-bevoegdheden en de inlichtingenbevoegdheid van DNB en de AFM	249
6.6.2 De bedingen ten gunste van de toezichthouder	250
6.6.2.1 Duiding van de bedingen	250
6.6.2.2 Evenredigheidsbeginsel	252
6.6.2.3 Verplichting tot informatieverstrekking	253
6.6.2.4 Onderzoek ter plaatse	254
6.6.2.5 Onvolledige of niet-opneming van de bedingen	255
6.6.3 Informatie uit het toezicht op de dienstverlener	256
6.6.3.1 Eigen toezichtsinformatie	257
6.6.3.2 Toezichtsinformatie van een collega-toezichthouder uit de EU	258
6.6.3.3 Toezichtsinformatie van een collega-toezichthouder buiten de EU	260
6.7 Algemene aspecten van handhaving	261
6.7.1 Overtreding	261
6.7.2 Overtreder	261
6.7.2.1 De normgeadresseerde	261
6.7.2.2 Functioneel daderschap	262
6.7.2.3 Medepleger en medeplichtige	263
6.7.2.4 Leidinggevenden als overtreders	265
6.7.3 De soorten handhavingsinstrumenten en hun toepasbaarheid	266

6.8	Handhavingsinstrumenten jegens het uitbestedende pensioenfonds	268
6.8.1	Het normoverdragende gesprek	270
6.8.1.1	Duiding van het normoverdragende gesprek	270
6.8.1.2	De bevoegdheid van de toezichthouder	271
6.8.2	De aanwijzing	272
6.8.2.1	Duiding van de aanwijzing	272
6.8.2.2	Niet-naleving van de aanwijzing	273
6.8.2.3	Derdenwerking van de aanwijzing	275
6.8.3	De last onder dwangsom	276
6.8.3.1	Duiding van de last onder dwangsom	277
6.8.3.2	Niet-naleving van de last onder dwangsom	278
6.8.3.3	Derdenwerking van de last onder dwangsom	278
6.8.4	De bestuurlijke boete	279
6.8.4.1	Duiding van de bestuurlijke boete	279
6.8.4.2	Het boetestelsel	280
6.8.4.3	Onevenredige boetes	281
6.8.4.4	De boete vanwege schending van de zorgplicht bij uitbesteden	284
6.8.5	De hertoetsing van beleidsbepalers	285
6.8.5.1	De beoordeling van de geschiktheid en de betrouwbaarheid	285
6.8.5.2	Gevolgen van een negatieve hertoetsing	286
6.9	Handhavend optreden naar de dienstverlener	287
6.9.1	De aanwijzing en de last onder dwangsom met derdenwerking	287
6.9.2	Derdenbedingen ten gunste van de toezichthouder	288
6.9.3	Grenzen aan handhaving via de dienstverlener	288
6.10	Conclusies	291
	<b>Hoofdstuk 7 De positie van begunstigen en cliënten</b>	<b>295</b>
7.1	Inleiding	295
7.2	De pensioenrechtelijke context	296
7.2.1	De pensioendriehoek en de relatie tussen pensioenfonds en begunstigde	296
7.2.1.1	De pensioendriehoek	296
7.2.1.2	Het ondernemingspensioenfonds	297
7.2.1.3	Het bedrijfstakpensioenfonds	298
7.2.1.4	Het beroepspensioenfonds	298
7.2.1.5	Het algemene pensioenfonds	299
7.2.1.6	Andere begunstigen dan deelnemers	300

7.2.2	Soorten pensioenregelingen	302
7.2.3	Pensioenuitvoerders op de pensioenmarkt	304
7.2.3.1	Premiepensioeninstellingen	304
7.2.3.2	Pensioenverzekeraars	305
7.2.3.3	De verhouding tussen Pensioenwet en Wft	306
7.3	Vordering van een begunstigde bij schending van de prudent person-regel	308
7.3.1	Inleiding	308
7.3.2	Pensioenregelingen die geen zuivere premieregeling zijn	309
7.3.3	Zuivere premieregelingen	310
7.3.4	Verhaal van schade na korting van aanspraken	313
7.3.4.1	Oók vordering tot schadevergoeding voor “overige” begunstigden	313
7.3.4.2	Ook korting van begunstigden van een zuivere premieregeling	313
7.3.4.3	De afwikkeling van de vorderingen	316
7.3.4.4	De afwikkeling bij een algemeen pensioenfonds	317
7.3.5	Verhaal van premie- en indexatieschade	317
7.3.6	Verhaal van schade op derden	319
7.3.6.1	Verhaal van schade op de vermogensbeheerder	319
7.3.6.2	Verhaal van schade op pensioenfondsbestuurders	322
7.3.7	Bewijsmiddelen	324
7.4	Vordering van begunstigde of cliënt bij schending van de uitbestedingsregels	324
7.4.1	Algemeen	324
7.4.2	Bij uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen	327
7.5	Institutionele invloed binnen pensioenfondsen	329
7.5.1	Inleiding	329
7.5.2	De bestuursmodellen	330
7.5.3	Vertegenwoordiging in het bestuur	331
7.5.4	Adviesrechten	332
7.5.5	Goedkeuringsrecht	335
7.5.6	Het enquêterecht	336
7.5.7	Waardering van de institutionele invloed	337
7.6	Conclusies	339

<b>Hoofdstuk 8 Conclusies en aanbevelingen</b>	343
8.1 Conclusies met betrekking tot de uitbestedingsregels	343
8.1.1 Eerste onderzoeksvraag: een gemeenschappelijk systeem	343
8.1.2 Tweede onderzoeksvraag: het toepassingsbereik	344
8.1.3 Derde onderzoeksvraag: de toepassing door de uitbesteder	345
8.1.4 Vierde onderzoeksvraag: de positie van de toezichthouder	346
8.1.5 Vijfde onderzoeksvraag: de positie van de begunstigde of de cliënt	347
8.1.6 Eindconclusie	347
8.2 Overige conclusies	348
8.3 Aanbevelingen met betrekking tot de uitbestedingsregels	355
8.3.1 Aanbevelingen voor de wetgever	355
8.3.2 Aanbeveling voor de toezichthouder	357
8.3.3 Aanbevelingen voor uitbestedende ondernemingen	357
<b>English summary of the conclusions</b>	361
1. First question: a common system	361
2. Second question: the scope of the outsourcing rules	362
3. Third question: the implementation by the outsourcing organisation	363
4. Fourth question: the position of the regulator	364
5. Fifth question: the position of the beneficiary or client	364
6. Final Conclusion	365
<b>Literatuurlijst</b>	367
<b>Jurisprudentielijst</b>	403
<b>Register van rapporten, guidelines en overige materialen</b>	411
<b>Trefwoordenregister</b>	419
<b>Curriculum Vitae</b>	431

## LIJST VAN AFKORTINGEN EN TERMINOLOGIE

### A

AA	Ars Aequi
AB	Administratiefrechtelijke Beslissingen
Abi	Alternatieve beleggingsinstelling
ABRvS	Afdeling Bestuursrechtspraak van de Raad van State
Abtn	Actuariële en bedrijfstechnische nota
AFM	Stichting Autoriteit Financiële Markten
AIFMD	RL 2011/61/EU (Alternative Investment Fund Managers Directive)
ALM	Asset Liability Management
APF	Algemeen pensioenfonds
AV&S	Aansprakelijkheid, Verzekering en Schade
Awb	Algemene wet bestuursrecht

### B

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bankenrichtlijn	RL 2013/36/EU
Bbbfs	Besluit bestuurlijke boetes financiële sector
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCCI-richtlijn	RL 95/26/EG
Besluit FTK	Besluit financieel toetsingskader
Bgfo	Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen
BNB	Beslissingen in belastingzaken, Nederlandse Belastingrechtspraak
Bpr	Besluit prudentiële regels
BR	Bouwrecht
Btb	Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005
Bu	Beleidsregel uitbesteding
Bup	Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen
Bupw	Beleidsregel uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling
BW	Burgerlijk Wetboek

*Lijst van afkortingen en terminologie*

---

**C**

CBb	College van Beroep voor het bedrijfsleven
Cdc	Collective defined contribution
CEBS	Committee of European Banking Supervisors (thans EBA)
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (thans EIOPA)
CESR	Committee of European Securities Regulators (thans ESMA)
Commissie Frijns	Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer
Commissie Goudswaard	Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen
Commissie Staatsen	Commissie conglomeraatvorming pensioenfondsen
Conventie van New York	Verdrag tot erkenning en tenuitvoerlegging van buitenlandse arbitrale vonnissen
CRD	Capital Requirements Directive. Zie Bankenrichtlijn
CRvB	Centrale Raad van Beroep

**D**

Db	Defined benefit
Dc	Defined contribution
Derde levensverzekerings- richtlijn	RL 92/96/EEG
DNB	De Nederlandsche Bank N.V.
DUFAS	Dutch Fund and Asset Management Association

**E**

EBA	European Banking Authority
EBLR	European Business Law Review
EDP	Electronic Data Processing
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EER	Europese Economische Ruimte
EER-Overeenkomst	Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte
EG	Europese Gemeenschap
EHRM	Europees Hof voor de Rechten van de Mens
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	Vo (EU) 648/2012 (European Market Infrastructure Regulation)
ERPL	European Review of Private Law
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europese Unie



---

EUSEF-verordening	Verordening 346/2013 (European Social Entrepreneurship funds)
EUVECAF-verordening	Verordening 345/2013 (European Venture Capital Funds)
EVRM	Europees Verdrag voor de bescherming van de Rechten van de Mens en de burgerlijke vrijheden
<b>F</b>	
FCA	Financial Conduct Authority
FOCUS!	De huidige toezichtmethode van DNB en opvolger van Handboek FIRM
FR	Tijdschrift voor Financieel Recht
<b>G</b>	
Gedelegeerde AIFMD-verordening	Vo (EU) 231/2013
Gedelegeerde Solvency II-verordening	Vo (EU) 2015/35
Gst.	Gemeentestem
<b>H</b>	
Handboek FIRM	Handboek Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode (thans opgevolgd door de methode FOCUS!)
Handvest	Handvest van de grondrechten van de Europese Unie (Pb Nr. C 364, 18 december 2000, p. 1-22)
High-Level Group De Larosière	High-Level Group on financial supervision in the EU
Hof	Gerechtshof
HR	Hoge Raad der Nederlanden
HvJEG	Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen (thans HvJEU)
HvJEU	Hof van Justitie van de Europese Unie
<b>I</b>	
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
Icbe	Instelling voor de collectieve belegging in effecten
Icbe 1-richtlijn	RL 85/611/EG
Icbe 2-richtlijn	Icbe 1-richtlijn zoals gewijzigd bij RL 2001/107/EG
Icbe 4-richtlijn	RL 2009/65/EG
Icbe 5-richtlijn	Icbe 4-richtlijn zoals gewijzigd bij RL 2014/91/EU
ICIS	International Conference on Information Systems
IEEE	Institute of Electrical and Electronics Engineers
Imu	Interpretatieve mededeling uitbesteding

*Lijst van afkortingen en terminologie*

---

IORP-richtlijn	“Institutions for Occupational Retirement Provision”-richtlijn. Zie Pensioenrichtlijn
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPE	Investment Pensions Europe
IPN	Investment Pensions Netherlands
IR	Tijdschrift voor Internetrecht
ISAE	International Standard on Assurance Engagements
ISD	RL 93/22/EEG (Investment Services Directive)
<b>J</b>	
JB	Jurisprudentie Bestuursrecht
J.I.B.L.R.	Journal of International Banking Law Review
Joint Forum	Gemeenschappelijke werkgroep van de BCBS, IOSCO en IAIS.
JOR	Jurisprudentie Onderneming en Recht
<b>M</b>	
MAB	Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie
MoU	Memorandum of Understanding
MiFID	RL 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive)
MiFID II	RL 2014/65/EU (Markets in Financial Instruments Directive II)
MvV	Maandblad voor Vermogensrecht
<b>N</b>	
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht
NTFR	Nederlands Tijdschrift voor Fiscaal Recht
NTHR	Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht
<b>O</b>	
O&A	Overheid & Aansprakelijkheid
O&F	Onderneming & Financiering
OK	Hof Amsterdam (Ondernemingskamer)
Ondernemingsrecht	Tijdschrift Ondernemingsrecht
OPF	Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (thans opgegaan in de Pensioenfederatie)
OR	Ondernemingsraad
<b>P</b>	
P&I	Privacy & Informatie
P&P	Pensioen en Praktijk

---

Parl. Gesch.	Parlementaire Geschiedenis
Pensioenrichtlijn	RL 2003/41
PJ	Pensioen Jurisprudentie
Plv A-G	Plaatsvervangend Advocaat-Generaal
PPI	Premiepensioeninstelling
PSW	Pensioen- en Spaarfondsenwet
Pw	Pensioenwet
<b>R</b>	
Rb	Rechtbank
RF	Rechtspraak Financieel recht
Richtlijn betaaldienstverleners	RL 2007/64/EG
Richtlijn oneerlijke contractsbedingen	RL 93/13/EEG
RMThemis	Rechtsgeleerd Magazijn Themis
RL	Richtlijn
Rob	Regeling organisatie en beheersing
Rome I-verordening	Vo (EG) 593/2008
Ruv	Regeling uitbesteding verzekeraars
Rv	Wetboek van burgerlijke rechtsvordering
RvdW	Rechtspraak van de Week
<b>S</b>	
SAS	Statement on Auditing Standards
Solvency II	RL 2009/138/EG
Sr	Wetboek van strafrecht
SR	Sociaal Recht
STAR	Stichting van de Arbeid
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
Sv	Wetboek van strafvordering
<b>T</b>	
TGMA	Tijdschrift voor Gezondheidsschade, Milieuschade en Aansprakelijkheidsrecht
TILEC	Tilburg Institute for Law and Economics
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
TPV	Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken
TRA	Tijdschrift Recht en Arbeid
TvCo	Tijdschrift voor Compliance
TvE	Tijdschrift voor Effectenrecht
TvJ	Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht
TvOB	Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur

*Lijst van afkortingen en terminologie*

---

**U**

UCITS	Undertaking for the Collective Investment in Transferable Securities (icbe)
Uitvoeringsrichtlijn MiFID	RL 2006/73/EG
USA PATRIOT ACT	Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001 (Public Law 107-56)
UvB	Unie van Beroepspensioenfondsen (thans opgegaan in de Pensioenfederatie)

**V**

VA	Het Verzekerings-archief
VaR	Value at Risk
Vb	Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (thans opgegaan in de Pensioenfederatie)
VBA	Vereniging voor BeleggingsAnalisten (beroepsvereniging voor de beleggingssector)
VEU	Verdrag betreffende de Europese Unie
Vo	Verordening
VrA	Vermogensrechtelijke Analyses
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie

**W**

Wed	Wet op de economische delicten
Wet Bpf	Wet verplichte deelneming in een Bedrijfstakpensioenfonds 2000
Wfd	Wet financiële dienstverlening
Wft	Wet op het financieel toezicht
Wge	Wet giraal effectenverkeer 1995
WOR	Wet op de ondernemingsraden
Wta	Wet toezicht accountantsorganisaties
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wtk	Wet toezicht kredietwezen 1992
Wte	Wet toezicht effectenverkeer
Wvb	Wet verplichte beroepspensioenregeling
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
Wwft	Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme

## HOOFDSTUK 1

### INLEIDING

#### 1.1 Onderwerp van onderzoek

Uitbesteding is van alle tijden. De term “uitbesteding” duidde vanaf de late middeleeuwen bijvoorbeeld op de opvang door gastgezinnen van wezen en van bejaarden die niet langer voor zichzelf konden zorgen. De opvang van deze “bestedelingen” was een taak van de gemeentelijke overheid die voor die uitbesteding aan pleeggezinnen een vergoeding betaalde.<sup>1</sup> In het Nieuwe Testament vindt men de parabelen over een rentmeester die de eigendommen van zijn heer verkwist en van de man van voorname afkomst die tien van zijn dienaren elk 100 drachme in beheer geeft.<sup>2</sup> De oude Romeinen kenden de figuur van de “publicanus”. Een publicanus kocht van de overheid het recht om bepaalde taken uit te voeren, zoals de inning van pachten of van belastingen.<sup>3</sup> Ook de figuur van onderuitbesteding is zo oud als de weg naar Rome. Zo was de apostel Mattheüs een tollenaar<sup>4</sup> en de bijbelse figuur Zacheüs een hoofdtollenaar.<sup>5</sup>

In dit onderzoek beperk ik mij evenwel tot het nu en tot de financiële sector. Desondanks is het lastig om objectieve kengetallen over de uitbestedingsmarkt vast te stellen. Wel is duidelijk dat ICT en administratie tot de

---

1 Bijv.: Danneel 1995 en Vercauteren 2000.

2 Lucas 16:1-7 en 19:11-27 (in De Nieuwe Bijbelvertaling van het Nederlands Bijbelgenootschap).

3 Rostowzew 1904, p. 376. Zie ook de definitie van “publican” in de Encyclopædia Britannica ([www.britannica.com](http://www.britannica.com)). Het werk van een publicanus lijkt wel op wat tegenwoordig “factoring” wordt genoemd. Het verdienmodel was erop gericht dat de koopsom van dit recht lager moest zijn dan de (verwachte) opbrengsten van de inning. De schuldeiser heeft (respectievelijk de staat had) als voordeel dat onzekere inkomsten in de toekomst worden omgezet in zekere inkomsten nu.

4 Mattheüs 9:9.

5 Lucas 16:2. Een tollenaar inde als publicanus (zie voetnoot 3) belastingen. Waar een tollenaar het recht had gekocht om belastingen te innen, had een hoofdtollenaar dat recht weer in delen doorverkocht aan anderen.

activiteiten behoren die het meest worden uitbesteed.<sup>6</sup> Tot de belangrijkste redenen om tot uitbesteding over te gaan behoren 1) het behalen van kostenvoordelen, 2) het verkrijgen van toegang tot externe deskundigheid en 3) het richten op de eigen kerncompetenties.<sup>7</sup>

Aan uitbesteding kleven echter ook risico's. In de bedrijfseconomische literatuur is daar vrij uitgebreid over geschreven. Als risico's worden bijvoorbeeld genoemd het verlies van deskundigheid en vaardigheden ten aanzien van de uitbestede werkzaamheden,<sup>8</sup> het risico dat de uitbesteding (daardoor) onomkeerbaar wordt,<sup>9</sup> het risico dat de uitbesteder zelfs afhankelijk wordt van zijn dienstverlener<sup>10</sup> en kostenbeheersing.<sup>11</sup> Bij een internationale uitbesteding gaat het onder meer om culturele verschillen,<sup>12</sup> geopolitieke risico's<sup>13</sup> en juridische verschillen.<sup>14</sup> Een bijkomend probleem is dat na uitbesteding, de belangstelling en betrokkenheid van de uitbestedende onderneming bij de uitbestede processen doorgaans afneemt.<sup>15</sup>

Uitbesteding heeft in de financiële sector, waar ik ook de pensioensector toe reken, een hoge vlucht genomen. Deloitte schatte in 2004 voor de financiële dienstverleningssector in de Verenigde Staten dat circa 15%

---

6 Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 5. Het Joint Forum verwijst daarbij naar onderzoek van The Outsourcing Institute (5th Annual Outsourcing index 2004). Dat onderzoek is niet op de website van The Outsourcing Institute terug te vinden. Het stemt wel overeen met de ervaringen van de leden van het Joint Forum. Het stemt ook overeen met bevindingen van de Duitse toezichthouder BaFin: Korschalla 2013, p. 24.

7 Federal Reserve Bank of New York 1999, p. 4; en Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 6. Het Joint Forum verwijst daarbij naar onderzoek van The Outsourcing Institute (5th Annual Outsourcing index 2004) en naar onderzoek van de ECB in 2004. Beide onderzoeken zijn niet terug te vinden op de websites van de onderzoekende organisaties. Ze stemmen wel overeen met bevindingen in de literatuur (bijv.: De Wit e.a. 1998, p. 26). Het stemt ook overeen met recentere bevindingen van de Duitse toezichthouder BaFin (Korschalla 2013, p. 24).

Vergelijk ook de criteria die in aanmerking worden genomen om te bepalen of een abi-beheerder objectieve argumenten hanteert om werkzaamheden uit te besteden (hetgeen voor abi-beheerders een dwingende voorwaarde is om te mogen uitbesteden). Tot deze criteria behoren: (a) optimalisatie van bedrijfsfuncties en -processen, (b) kostenbesparingen, (c) deskundigheid van de dienstverlener, en (d) toegang van de dienstverlener tot mondiale handelsmogelijkheden (art. 76, lid 1, Gedelegeerde AIFMD-verordening).

8 Quinn & Hilmer 1994, p. 43-55.

9 De Wit e.a., p. 28-29.

10 Brück 1995, p. 28-47.

11 Hoewel uitbestedingen vaak zijn ingegeven met het oog op kostenreductie, komt het bij uitbesteding nogal eens voor dat de kosten juist oplopen. Beulen & Delen e.a., 2006, p. 21-22.

12 Bierman & Van Leeuwen 2006, p. 37-39.

13 Kaufmann e.a. 2009.

14 Beulen 2005, p. 31.

15 Bovenberg, Maatman & Winter 2011, p. 386.

van de kosten opgingen aan uitbesteding.<sup>16</sup> Voor de Nederlandse financiële sector zijn mij geen actuele, precieze gegevens bekend, met uitzondering voor de pensioensector. Sinds 2007 fluctueert het percentage pensioenfondsen dat meer dan 30% van het vermogensbeheer uitbesteedt, rond de 90. Het percentage pensioenfondsen dat de pensioenadministratie uitbesteedt fluctueert rond de 30.<sup>17</sup>

De grote schaal waarop tegenwoordig in de financiële sector wordt uitbesteed, heeft bij toezichthouders tot zorgen geleid. Die zorgen betreffen hoe een uitbestedende onderneming leiding kan blijven geven aan haar ondernemingsactiviteiten en haar bedrijfsrisico's kan blijven beheersen; hoe een uitbesteder de naleving van toezichtsregels kan garanderen en dat haar toezichthouder kan aantonen; en of de bescherming die de toezichtsregels bieden aan cliënten van financiële ondernemingen door zulke uitbesteding wordt ondergraven.<sup>18</sup>

Vanaf ongeveer het begin van deze eeuw zijn er daarom regels opgesteld om aan die zorgen tegemoet te komen. Zij stellen eisen aan de inhoud van een uitbestedingsovereenkomst, maar ook aan bijvoorbeeld het proces dat tot uitbesteding leidt of tot de beëindiging ervan. Die regels bevatten vaak open normen die interpretatie behoeven.

De uitbestedingsregels zijn gemaakt op uiteenlopende niveaus. Individuele toezichthouders, de Europese regelgever en internationale samenwerkingsverbanden van financiële toezichthouders hebben allemaal vaak meerdere regelingen opgesteld. Meestal zijn die regelingen bedoeld voor een specifieke financiële sector, soms voor meerdere, soms zelfs voor de gehele financiële sector. De diverse regelingen vertonen overeenkomsten, maar ook verschillen. Een onderlinge vergelijking toont al gauw aan dat diverse regelingen lacunes bevatten. Het is met andere woorden “een

---

16 Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4.

17 Deze gegevens zijn te vinden via [www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl) > Financiële instellingen > Pensioenfondsen > Toezichtgegevens pensioenfondsen, onder tabel T8.2, Organisatie & Pension fund governance. Het gaat hier overigens om het percentage *pensioenfondsen*. Er is niet gecorrigeerd voor het (enorme) verschil in omvang tussen pensioenfondsen. Het blijft daardoor onduidelijk om welk deel van de deelnemers aan en andere begunstigen van pensioenfondsen, of om welk deel van het totale pensioenfondsenvermogen het hier gaat.

18 Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 1; IOSCO-richtlijnen 2005, p. 2; IOSCO Report on investment management 1994, p. 7; toelichting op het Bup, Stcrt. 2004, 20, p. 61; toelichting op de Ruv, Stcrt. 2004, 20, p. 61; en toelichting op de Bu, Stcrt. 2002, 13, p. 24.

ratjetoe". Dat ratjetoe is ook in de Nederlandse regelgeving neergeslagen. Ook de Nederlandse uitbestedingsregels zijn vaak sectoraal, met overlappingen, verschillen en lacunes.

## 1.2 Probleemstelling, onderzoeksvragen en normatief kader

Er bestaat in de praktijk een grote behoefte aan verduidelijking van de uitbestedingsregels. Door de lacunes in, en de onderlinge verschillen tussen de diverse sectorale regelingen is onduidelijk wanneer een uitbestedende onderneming al dan niet voldoet aan haar (uitbestedings)verplichtingen. De onduidelijkheid begint al met de afbakening van het begrip "uitbesteding" in de zin van de financiële wetgeving. Dat roept onmiddellijk ook de vraag op of de toezichthouder over afdoende bevoegdheden beschikt om adequaat toezicht te houden. Voorts roept het de vraag op of de belangen van de cliënten van financiële ondernemingen en begunstigden<sup>19</sup> van pensioenfondsen door de uitbestedingsregels adequaat is gewaarborgd. Daar zijn de uitbestedingsregels tenslotte voor bedoeld. Er bestaat echter nauwelijks literatuur of jurisprudentie die iets van deze onduidelijkheid wegneemt.

Het doel van dit onderzoek is daarom om de bestaande uitbestedingsregels in kaart te brengen en te analyseren. Het gaat mij er niet om voor de uitbestedingsregels in de financiële sector een alternatief systeem aan te dragen met andere uitgangspunten en andere rechtsgevolgen. Het is al grote winst als het huidige systeem geduid wordt.

Als hypothese hanteer ik dat aan de verzameling van uitbestedingsregelingen een gemeenschappelijk systeem ten grondslag ligt. Ik zal de juistheid van die hypothese onderzoeken en, bij positieve uitkomst, aangeven welk systeem dat dan is. Ook onderzoek ik de gevolgen die de uitbestedingsregels hebben voor de uitbestedende organisatie, haar toezichthouder en haar cliëntèle (of, in het geval van pensioenfondsen: haar begunstigden). De gevolgen voor de dienstverlener onderzoek ik niet apart. Zij volgen uit de contractuele afspraken met de uitbesteder.

---

19 De pensioenwetgeving onderscheidt deelnemers, gewezen deelnemers, gepensioneerden, pensioengerechtigden en andere aanspraakgerechtigden. Deze groepen duid ik gezamenlijk aan als "begunstigden".



Dit brengt mij tot de volgende onderzoeksvragen:

1. Ligt er aan de diverse uitbestedingsregelingen een gemeenschappelijk systeem ten grondslag en, zo ja, welk is dat?
2. Wanneer valt een uitbesteding onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels?
3. Op welke wijze kan of moet een uitbesteder toepassing geven aan de uitbestedingsregels?
4. Hoe raakt uitbesteding de positie van de toezichthouder?
5. Hoe raakt uitbesteding de positie van de cliënt van de uitbesteder of de begunstigde van het pensioenfonds?

Het juridische toetsingskader voor onderzoeksvragen 2 tot en met 5 bestaat op de eerste plaats uit de uitbestedingsregels zelf. Eerder merkte ik al op dat de uitbestedingsregelingen lacunes en onderlinge verschillen in uitwerking vertonen. Dit benadrukt de noodzaak om een theoretisch raamwerk vast te stellen. Aan de hand van een theoretisch raamwerk zijn dergelijke lacunes in te vullen. De vaststelling van het juridische toetsingskader heeft daarom vooral plaats in (de eerste paragrafen van) hoofdstuk 2.

De beantwoording van onderzoeksvraag 3 tot en met 5 wordt niet enkel door de uitbestedingsregels zelf bepaald. Onderzoeksvraag 3 ligt op het grensvlak met het privaatrecht. De uitbestedingsregels vergen van uitbestedende onderneming een uitwerking op tal van aspecten, zoals de interne besluitvorming, rapportages en instructies, en de bevoegdheid om een overeenkomst te beëindigen. De privaatrechtelijke normen dienaangaande behoren daarmee eveneens tot het juridische toetsingskader. Deze normen komen aan bod in hoofdstuk 5, waar ik inga op deze onderzoeksvraag.

Onderzoeksvraag 4 ligt op het grensvlak met het bestuursrechtelijke toezichtsrecht. De normering van de toezichtsbevoegdheden is daarom eveneens relevant en komt in hoofdstuk 6 aan bod.

Voor de bepaling van de rechtspositie van een cliënt van een financiële onderneming of een begunstigde van een pensioenfonds zijn regels van verbintenissenrecht van belang. Voor begunstigden van een pensioenfonds zijn bovendien bepalingen uit het pensioenrecht van groot belang. Zulke voorschriften belicht ik in hoofdstuk 7.

### 1.3 Rechtvaardiging van het onderzoek

Met mijn eerdere aanduiding van de uitbestedingsregels als “een ratjetoe”, bedoel ik niet mee te doen aan de klaagzang over slechte wetgeving die in sommige kringen *bon ton* lijkt. De meeste klagers zouden vooraf vermoedelijk geen beter wetgevingsproduct op tafel leggen. Wetgeving, zeker als ze omvangrijk is, vertoont eigenlijk altijd overlappingsen en lacunes.<sup>20</sup> Het duidt wel aan dat hier (volop) ruimte is voor invulling en uitleg door rechtspraak en voor wetenschappelijk onderzoek.

Die ruimte is bovendien nog lang niet ingevuld. Ondanks het grote praktische belang van uitbesteding in de financiële sector, bestaat er nauwelijks literatuur of jurisprudentie over. Dat is niet enkel in Nederland zo, maar ook buiten onze landsgrenzen. De literatuur die er is, is veelal beperkt van opzet en niet-systematisch. Een uitzondering hierop vormt het op zijn proefschrift gebaseerde boek van Horak.<sup>21</sup> Zijn onderzoek ziet echter nagenoeg uitsluitend op Duitse nationale regels die nog niet waren geharmoniseerd door Europese richtlijnen. Juist de harmoniserende werking van Europese richtlijnen is in de praktijk van groot belang.

Dit gebrek aan literatuur en jurisprudentie laat veel onduidelijkheid over de toepassing van de uitbestedingsregels. De grens tussen het toelaatbare en het niet-toelaatbare bij het toepassen, is onduidelijk. Dat is met name zo waar sprake is van open normen of lacunes in de sectorspecifieke uitbestedingsregels. Evenzo is het niet zonder meer duidelijk wanneer een toezichthouder handhavend kan optreden of wanneer een cliënt of begunstigde met succes civielrechtelijke middelen kan inzetten.

De waarde van dit onderzoek ligt in het verkrijgen van inzicht in het systeem dat aan de uitbestedingsregels ten grondslag ligt. De uitbestedingsregels vertonen weliswaar lacunes en onderlinge verschillen; de overeenkomsten en overlappingsen lijken niet geheel toevallig. Het verkregen inzicht biedt ondernemingen in de financiële sector de handvatten waarmee zij hun uitbestedingsrelaties kunnen vormgeven. Deze handvatten moeten zij nu node missen. Dit onderzoek draagt bij aan de rechtszekerheid van alle betrokkenen. Het stelt uitbestedende ondernemingen beter in staat om de relevante risico's te beheersen. Dat voorkomt niet enkel juridisch geharrewar met bijvoorbeeld de toezichthouder, maar ook financiële tegenvallers.

---

20 Ook Robespierre, koning Frederik van Pruisen en reeds keizer Justinianus meenden dat hun wetten de maatschappelijke kwesties afdoende zouden regelen zonder daar gelijk in te krijgen (Asser/Scholten 1974, par. 1). Zie ook Meijers 1910, p. 6 die op zijn beurt voor het Duitse recht verwijst naar Zitelmann 1903.

21 Horak 2009.

De commissie Frijns schatte dat een gebrekkige uitvoering van het vermogensbeheer pensioenfondsen in 2008 circa 20 miljard euro heeft gekost.<sup>22</sup> Het is niet bekend welk deel hiervan samenhangt met gebreken in de uitbesteding. De grote schaal waarop in de pensioensector de uitvoering van het vermogensbeheer wordt uitbesteed, suggereert dat het om een aanzienlijk bedrag gaat.

#### **1.4 Afbakening**

Uitbesteding is een onderwerp dat talloze rechtsgebieden raakt. Zo heeft de beslissing tot uitbesteding ondernemingsrechtelijke, medezeggenschapsrechtelijke en mededingingsrechtelijke aspecten; is de fiscale behandeling van een uitbesteding vaak medebepalend voor die beslissing tot uitbesteding; heeft de opdrachtrelatie civielrechtelijke gevolgen; en raakt de uitbesteding de arbeidsrelatie van de medewerkers die bij de uitbestede activiteiten zijn betrokken. Bij uitbesteding in de financiële sector komen daar een financieel- of pensioenrechtelijke en een Europeesrechtelijke context bij, alsook het bestuursrecht dat de kaders voor het toezicht bepaalt. Met deze opsomming beoog ik geen volledigheid.

De insteek van dit onderzoek is een financieel- respectievelijk pensioenrechtelijke. De focus ligt bij de pensioenrechtelijke en Wft-uitbestedingsregels zelf. Andere regels komen slechts aan bod voor zover de behandeling van de uitbestedingsregels daartoe noodzaakt. Er wordt in dit onderzoek daarom (ruim) aandacht besteed aan onderdelen van het financieel recht, pensioenrecht, Europees recht, bestuursrecht en civiel recht. Daarentegen komen fiscaal recht, arbeidsrecht, medezeggenschapsrecht en mededingingsrecht niet of slechts terloops aan bod. Dergelijke onderwerpen zijn in de praktijk wel hoogst relevant voor de vraag óf er wordt uitbesteed en, zo ja, hoe die uitbesteding dan vorm wordt gegeven. Voor een goed begrip van de hier bedoelde uitbestedingsregels zijn zij niet relevant. Ook het aanbestedingsrecht, voor zover al toepasselijk,<sup>23</sup> komt om die reden niet aan de orde.

---

22 Commissie Frijns 2010, p. 42.

23 Er zal niet gauw sprake zijn van een samenloop van regels inzake aanbesteding met die inzake uitbesteding (in de financiële sector). Een aanbestedingsplicht kan op een private onderneming rusten, wanneer die onderneming een "publiekrechtelijke instelling" is in de zin van de Aanbestedingswet. Daarbij is van belang

## 1.5 Verantwoording

### 1.5.1 Methodologie

De vooronderstelling is dat de uitbestedingsregelingen voor de diverse financiële sectoren weliswaar onderling verschillen, maar dat er toch een gemeenschappelijke systeem aan ten grondslag ligt. De vaststelling van dat systeem is noodzakelijk om de lacunes in een sectorale regeling in te vullen, voor de uitleg van de detailbepalingen en, uiteindelijk, voor de concrete uitwerking van de uitbestedingsregels voor alle relevante partijen in de rechtspraktijk.

De vaststelling of en, zo ja, welk systeem aan de uitbestedingsregels ten grondslag ligt, vereist op de eerste plaats een onderzoek naar de ratio van de verschillende sectorale regelingen. Daarvoor is onderzoek naar de totstandkomingsgeschiedenis van de regelingen nodig. De Nederlandse, sectorale regelingen zijn immers voor het grootste gedeelte ontleend aan andere regelingen van nationale, Europese en internationale oorsprong. Voorts is een interne rechtsvergelijking tussen de (ratio's van de) diverse regelingen nodig. Blijkt de vooronderstelling juist te zijn, dan is de methode van de interne rechtsvergelijking ook toepasbaar waar ik de betekenis van de uitbestedingsregels voor de praktijk onderzoek, in het bijzonder waar zich in een sectorale regeling lacunes voordoen.

De hoeveelheid juridische literatuur en jurisprudentie is zowel binnen als buiten Nederland dun gezaaid. Literatuur- en jurisprudentie-onderzoek komen daarom slechts beperkt aan bod. Het onderwerp van onderzoek leent zich op zich goed voor een externe rechtsvergelijking. De vaak internationale achtergrond van de uitbestedingsregels maakt een vergelijking tussen nationale uitwerkingen waardevol. Echter, de schaarste aan literatuur en jurisprudentie doet zich ook in het buitenland voor. Het gebrek aan buitenlandse juridische bronnen maakt een externe rechtsvergelijking

---

of de onderneming – kort gezegd – in overheidshanden is, en of zij activiteiten verricht van maatschappelijk belang of van industriële of commerciële aard. Thans is de ABN AMRO bijvoorbeeld volledig in overheidshanden. Toch is zij in beginsel niet aanbestedingsplichtig. Zij verricht haar werkzaamheden in een concurrentiesituatie, hetgeen als sterke aanwijzing geldt dat zij geen activiteiten van algemeen belang, maar van commerciële aard verricht. (zie HvJEG 10 mei 2001, gevoegde zaken C-223/99 en C-260/99 (Agorà) en HvJEG 22 mei 2003, C-18/01 (Korhonen)). Doorslaggevend is het bestaan van concurrentie echter niet. Zijn er andere overwegingen dan louter economische overwegingen om een dienstverlener een opdracht te gunnen, dan kan een staatsonderneming toch aanbestedingsplichtig worden (zie HvJEG 10 november 1998, C-360/96 (BFI Holding)).

(nu nog) weinig zinvol, zodat daarvan is afgezien. Toch heb ik ook buitenlandse bronnen opgenomen. Dat is niet gedaan om een rechtsvergelijking te verrichten, maar omdat de hoeveelheid juridische literatuur en jurisprudentie – ook binnen Nederland – toch al dun is gezaaid.

### 1.5.2 Een doorlopend voorbeeld

Een behandeling van de uitbestedingsregels in abstracto bergt het risico in zich van even abstracte conclusies over de (grenzen aan de) invulling die ondernemingen aan hun uitbestedingsrelatie kunnen of moeten geven. Dat zou weinig toevoegen aan het begrip van de uitbestedingsregels. Om zo nauwkeurig als mogelijk de betekenis van de uitbestedingsregels voor de praktijk te onderzoeken, zal ik de analyse van de uitbestedingsregels verrichten aan de hand van een specifieke uitbestedingscasus. Gekozen is voor de casus waarin een pensioenfonds zijn vermogensbeheer of delen ervan uitbesteedt. Daarmee bedoel ik niet de resultaten van mijn onderzoek te beperken tot uitsluitend pensioenfondsen en uitbesteding van vermogensbeheer. Integendeel, het individuele geval dient hier om bredere conclusies te trekken. Dit onderzoek is daarom relevant voor uitbestedingen in de gehele financiële sector.

Er zijn diverse redenen om te kiezen voor uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen als doorlopend voorbeeld. Zo is er geen financiële sector waar op zulke grote schaal wordt uitbesteed als de pensioensector. De “ontzaffing” heeft hier flink aan bijgedragen.<sup>24</sup> Alle pensioenfondsen besteden een groot deel van hun werkzaamheden uit.

---

24 “Zaf” staat daarbij voor “zelfadministrerend fonds”. Voorheen verrichtten de grootste pensioenfondsen de meeste werkzaamheden zelf. Slechts een klein deel van de werkzaamheden, bijvoorbeeld het beheer van de portefeuille in een gespecialiseerde beleggingscategorie, besteedden zij uit. Thans hebben de grootste pensioenfondsen hun interne uitvoeringsorganisaties verzelfstandigd. Aan die verzelfstandiging liggen allerlei overwegingen ten grondslag: professionalisering (Maatman 2004a, p. 57), de voortzetting van nevenactiviteiten die anders door de zogenoemde Cohenbepalingen onmogelijk zou worden, en de ambitie om internationaal tot excellerende pensioenuitvoeringsbedrijven (“PUB’s”) uit te groeien (Bovenberg, Maatman & Winter 2011, p. 387). Men kan zich afvragen in hoeverre deze pensioenfondsen profijt hebben gehad van de ontzaffing (Bovenberg, Maatman & Winter, p. 387; en Maatman 2012, p. 36). De internationale ambitie is in ieder geval nog niet gelukt. Ik laat het verder voor wat het is. Een beoordeling van de netto-effecten van de ontzaffing zou een apart, economisch onderzoek vergen dat buiten het bestek van dit onderzoek valt. Bovendien is de ontzaffing te beschouwen als een historisch gegeven. Evenzo Maatman 2012, p. 41, die een pleidooi voor zelfadministrerende pensioenfondsen als een achterhoedegevecht betitelt.

Pensioenfondsen die met uitzondering van de centrale leiding *alle* werkzaamheden uitbesteden, zijn geen bijzonderheid. De pensioensector biedt hierdoor een uitvergroting van de uitbestedingskwesities in andere sectoren.

Uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen is ook van groot maatschappelijk belang. De pensioensector is een zeer omvangrijke sector. Begin 2015 beheerden de gezamenlijke pensioenfondsen in Nederland ruim 1.400 miljard euro aan pensioenvermogen.<sup>25</sup> Het beheer van dat pensioenvermogen wordt door pensioenfondsen op grote schaal uitbesteed. Circa 90% van de pensioenfondsen besteedt ten minste 30% van het vermogensbeheer uit.<sup>26</sup> In totaal gaat het om ongeveer 83,5% van het totale in pensioenfondsen ondergebrachte vermogen.<sup>27</sup>

Circa 3,1 miljoen gepensioneerden zijn voor hun inkomensonderhoud geheel of gedeeltelijk afhankelijk van uitkeringen uit dit pensioenvermogen. Voor circa 14,6 miljoen mensen die nog niet gepensioneerd zijn, gaat het om hun toekomstige inkomensvoorziening.<sup>28</sup>

Het maatschappelijk belang wordt nog verder vergroot doordat deze laatste groep mensen in de regel geen keus heeft, maar verplicht deelneemt in een pensioenfonds. Wie geen vertrouwen (meer) heeft in bijvoorbeeld een specifieke bank of zorgverzekeraar, kan kiezen voor een andere financiële dienstverlener. Wie echter geen vertrouwen meer heeft in zijn pensioenfonds, bijvoorbeeld vanwege tekortkomingen bij de uitbesteding van werkzaamheden, is met handen en voeten gebonden. De uitbesteding van vermogensbeheerwerkzaamheden door pensioenfondsen heeft in het verleden ook gebreken vertoond. Daar heeft de commissie Frijns in het rapport lessen uit getrokken.<sup>29</sup> Die lessen zijn ook van nut voor dit onderzoek.

Een aanvullende reden om dit doorlopende voorbeeld te kiezen, ligt in de bijzonderheid van de pensioencontext. Bij het opstellen van de Pensioenwet is zo veel als mogelijk aangesloten bij de Wft.<sup>30</sup> Dat geldt ook voor

---

25 Zie [www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl) > Financiële instellingen > Pensioenfondsen > Macro-economische statistiek pensioenfondsen, onder tabel T8.1, Balans van pensioenfondsen.

26 Zie voetnoot 17.

27 Van der Westen 2014b.

28 Zie [www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl) > Financiële instellingen > Pensioenfondsen > Toezichtgegevens pensioenfondsen, onder tabel T8.6, Aantallen deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden. Het gaat hier om cijfers ultimo 2013.

29 Commissie Frijns 2010.

30 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 9.

de uitbestedingsregels.<sup>31</sup> De pensioensector heeft echter ook bijzondere kenmerken, die niet in de rest van de financiële sector voorkomen. Hiervoor noemde ik al dat een begunstigde die ontevreden is over zijn pensioenfonds gewoonlijk niet van pensioenfonds kan wisselen, omdat zijn deelname verplicht is. Een pensioenfonds fungeert bovendien als een “collectieve spaarpot”, zodat pogingen tot schadeverhaal een hoog “sigaar-uit-eigen-does”-gehalte hebben.<sup>32</sup> Dat spaarpot-element doet ook af aan de bereidheid van de toezichthouder om financiële sancties op te leggen: de oplegging van sancties dient om de begunstigten te beschermen, maar die financiële sancties worden betaald uit de “spaarpot” die voor diezelfde te beschermen begunstigten bestemd is. Zulke bijzonderheden kunnen afbreuk doen aan de bescherming die de uitbestedingsregels aan begunstigten bieden. Dat roept de vraag op of die naleving in de pensioensector (in een voorkomend geval) wel effectief afdwingbaar is.

### 1.5.3 *Het bronnenmateriaal*

In het verleden hanteerde DNB de toezichtsmethode die hij had beschreven in het Handboek FIRM. Sinds 2012 heeft DNB deze toezichtsmethode vervangen door “FOCUS!” Van deze nieuwe toezichtsmethode is weinig bekend. Er zijn enkel een aanbiedingsbrief<sup>33</sup> en een brochure<sup>34</sup> verschenen. De brochure geeft een beschrijving van de hoofdlijnen van het nieuwe toezicht. Het Handboek FIRM was veel uitgebreider en gedetailleerder. Uit de brochure blijkt ook dat de nieuwe toezichtsmethode FOCUS! voortbouwt op het Handboek FIRM.<sup>35</sup> Her en der verwijs ik daarom toch naar het Handboek.

Een theorie is pas goed als hij in de praktijk blijkt te werken.<sup>36</sup> Om vast te stellen hoe in de praktijk aan de uitbestedingsregels vorm kan worden gegeven, heb ik gebruik gemaakt van a) praktische juridische literatuur over uitbesteding, b) (model-)vermogensbeheerovereenkomsten en c) interviews met personen die in de praktijk met deze uitbestedingsregels werken.

---

31 Stb. 2006, 709, p. 38.

32 Maatman & Van der Graaf 2013b, p. 1023.

33 DNB Aanbiedingsbrief FOCUS!

34 DNB Brochure FOCUS!

35 DNB Brochure FOCUS!, p. 5.

36 Bijv. Smith e.a. 2008, p. 686; Franken 2004, p. 1407; Asser/Scholten 1974, par. 17 en par. 20; Meijers 1910, p. 28.

In de literatuur over uitbesteding in de financiële sector worden op onderdelen wel aanzetten gegeven voor de vertaling naar de praktijk. Het blijft echter fragmentarisch. Er bestaat wel praktische juridische literatuur over uitbesteding die meer dekkend is, maar die is niet toegespitst op de financiële sector. Toch is deze literatuur goed bruikbaar. Deze literatuur geeft immers aan hoe bepaalde kwesties in de praktijk worden opgelost. Een oplossing buiten de financiële sector kan een goede oplossing zijn voor eenzelfde probleem binnen de financiële sector. Ook zulke praktische juridische literatuur, ook al is ze niet toegespitst op uitbesteding in de financiële sector, is dun gezaaid. Ik heb ruim geput uit: "Outsourcing. Een juridische gids voor de praktijk",<sup>37</sup> "International outsourcing law and practice"<sup>38</sup> en de NIBE-SVV-bundel "Uitbesteding in de financiële sector".<sup>39</sup>

Via contacten bij enkele advocatenkantoren en pensioenfondsen heb ik in vertrouwelijkheid een vijftal institutioneel-vermogensbeheerovereenkomsten kunnen inzien. Deze overeenkomsten stammen uit de jaren 2005, 2007, 2009, 2010 en 2011. Daarenboven heb ik twee model-overeenkomsten mogen gebruiken van twee verschillende advocatenkantoren met uitgebreide dienstverlening op het gebied van institutioneel vermogensbeheer. Deze heb ik verkregen in 2009 en in 2013. Van één pensioenfonds mocht ik de door hem gebruikte standaardovereenkomst gebruiken.<sup>40</sup> Ook de modelovereenkomst fiduciair beheer van DUFAS is gebruikt.<sup>41</sup>

Tot slot heb ik in mijn onderzoek interviews gehouden met diverse personen die in de praktijk met de uitbestedingsregels werken. Deze gesprekken zijn tot stand gebracht via een oproep in LinkedIn-groepen<sup>42</sup> en via contacten van (medewerkers van) het Onderzoekscentrum Onderneming & Recht. Het doel van deze interviews was om een beter inzicht te krijgen hoe in de praktijk daadwerkelijk met de uitbestedingsregels wordt omgegaan en om te toetsen of de door mij ontwikkelde ideeën realistisch zijn. Er is daarom gekozen voor semi-gestructureerde interviews. Het doel van de interviews was uitdrukkelijk niet om een empirisch onderzoek neer te

---

37 Moerel & Van Reeken 2009.

38 Jongen 2008.

39 Van Esch & Timmerman 2014.

40 Het gaat om het hierna als "pensioenfonds A" aangeduide pensioenfonds.

41 De "DUFAS Model Fiduciair Beheerovereenkomst" is te downloaden op [www.dufas.nl](http://www.dufas.nl).

42 Er is een oproep geplaatst in de LinkedIn-groepen Pensioen Netwerk Groep, Pensioenfondsbestuurder Professional Groep, Pensioenfondsbestuurders, en Task Force Pensioen.



zetten. De geïnterviewden vormen ook geen representatieve vertegenwoordiging van de marktpartijen die bij uitbesteding in de financiële sector (of bij uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen) betrokken zijn. Niettemin zijn in de interviews zowel grotere als kleinere pensioenfondsen en vermogensbeheerders betrokken. De medewerking is veelal verleend onder de voorwaarde van vertrouwelijkheid. Ik moet daarom volstaan met een beschrijving van algemene kenmerken.

In mijn interviews zijn vijf pensioenfondsen betrokken. Pensioenfonds A heeft 10 tot 15 miljard euro onder beheer. Ik sprak met een jurist en het hoofd van het bestuursbureau. Pensioenfonds B heeft 3 tot 6 miljard euro onder beheer. Hier sprak ik met de directiesecretaris. Het beheerde vermogen van pensioenfonds C bedraagt 1 tot 2 miljard euro. Gesproken heb ik met een portefeuillebeheerder en het hoofd beleggingen. Het vermogen onder beheer van pensioenfonds D bedraagt 200 tot 400 miljoen euro. Ik sprak met het bestuurslid dat de uitbestedingscommissie leidt. Tot slot sprak ik met een jurist die minder dan 5 jaar eerder betrokken was bij pensioenfonds E dat destijds eveneens 200 tot 400 miljoen euro onder beheer had.

In mijn onderzoek zijn ook twee adviesbureaus op het gebied van pensioenen betrokken. Ik sprak met de directeur van adviesbureau F; van adviesbureau G sprak ik met een pensioenadviseur en een juridisch adviseur.

Voorts namen twee institutionele vermogensbeheerders deel aan mijn onderzoek. Vermogensbeheerder H beheert meer dan 90 miljard euro. Ik sprak met drie juristen en twee portefeuillebeheerders. Van vermogensbeheerder I, met een beheerd vermogen van 14 tot 20 miljard euro, sprak ik met een klantbeheerder.

In het onderzoek zijn ook medewerkers van drie internationaal actieve financiële groepen betrokken. Bij financiële groep J sprak ik met één jurist, bij financiële groep K met drie juristen en bij financiële groep L met een jurist en twee *sourcing managers*. Bij financiële groep K kwam uitbesteding aan bod, zowel met de (groeps)onderneming als uitbesteder, als degene aan wie wordt uitbesteed.

Verder sprak ik met een adviseur van een Amsterdams advocatenkantoor M die zich toelegt op de financiële markten en met een jurist van DNB en een jurist van de AFM. De volledigheid gebiedt aan te geven dat sommige van mijn gesprekspartners in twee hoedanigheden aan het woord kwamen. De directeur van adviesbureau F is dezelfde als mijn gesprekspartner van pensioenfonds E. De pensioenadviseur van adviesbureau G is dezelfde als het bestuurslid van pensioenfonds D.

Tot slot heb ik ook met medewerkers van de toezichthouders kunnen spreken. Ik sprak met twee medewerkers van DNB en 1 (toenmalige) medewerker van de AFM.

## 1.6 Plan van aanpak

De opbouw van dit proefschrift volgt de lijn die hierboven is beschreven. In hoofdstuk 2 onderzoek ik of er een systeem aan de uitbestedingsregels ten grondslag ligt en welk dat is. Hier hangt het onderzoek naar de reikwijdte van de uitbestedingsregels mee samen. Dat onderzoek betrek ik eveneens in dit hoofdstuk. Dit hoofdstuk ligt aan de basis van het verdere onderzoek en vormt daarmee de kern van dit proefschrift. In de daarna volgende hoofdstukken werk ik de uitbestedingsregels concreet uit voor het geval dat een pensioenfonds het vermogensbeheer uitbesteedt.

Hoofdstukken 3 en 4 vormen een voorbereiding op de behandeling van het voorbeeld van het uitbestedende pensioenfonds. In hoofdstuk 3 ga ik in op de eisen die worden gesteld aan het vermogensbeheer door pensioenfondsen. In hoofdstuk 4 ga ik in op het leerstuk van de doorwerking van Europese richtlijnen in het nationale privaatrecht. Dit is nodig omdat de Nederlandse uitbestedingsregels en de eisen aan het vermogensbeheer door pensioenfondsen in belangrijke mate zijn ontleend aan Europese richtlijnen. In dit hoofdstuk onderzoek ik in hoeverre het toelaatbaar is dat overheid of burgers van deze voorschriften afwijken. Ook onderzoek ik in dit hoofdstuk of handelingen in strijd met deze voorschriften aantastbaar zijn.

Aan de hand van deze drie hoofdstukken, werk ik in hoofdstuk 5 de consequenties van de uitbestedingsregels uit voor een pensioenfonds dat zijn vermogensbeheer uitbesteedt. Ik onderzoek daarbij waar een pensioenfonds bij de uitbesteding op moet letten. Waar het een zekere vrijheid heeft bij de voorbereiding van de uitbesteding of de vormgeving van de uitbestedingsrelatie, onderzoek ik de grenzen van die vrijheid. Ook kom ik tot aanbevelingen aan uitbestedende ondernemingen. Dit hoofdstuk is weliswaar ingestoken vanuit het oogpunt van de uitbesteder. Het behandelt tegelijkertijd ook de positie van de dienstverlener. De uitbesteder en de dienstverlener zitten immers aan weerszijden van dezelfde relatie. De vormgeving die de uitbesteder aan de relatie geeft of kan geven, vertaalt zich dus rechtstreeks naar de positie van de dienstverlener in deze relatie.

Vervolgens ga ik in hoofdstuk 6 in op de positie van de toezichthouder. De uitbestedingsregels dienen immers te verzekeren dat de toezichthouder adequaat toezicht op de uitbestede werkzaamheden kan blijven uitoefenen. De positie van de toezichthouder is met name relevant waar de uitbestedingsregels *niet* goed zijn nageleefd. Tot slot onderzoek ik in hoofdstuk 7 de positie van de begunstigde van een pensioenfonds. Het toezicht op pensioenfonds en ook de uitbestedingsregels dienen immers uiteindelijk om zijn belangen te beschermen.

## 1.7 Terminologie

### 1.7.1 *Nederlandse uitbestedingsregels, Europese richtlijnen, internationale richtlijnen en voormalige toezichthouderregels*

In dit onderzoek komt een groot aantal uitbestedingsregelingen aan bod. Bij de behandeling ervan is het praktisch om een aantal groepen te onderscheiden. Met “Nederlandse uitbestedingsregels” doel ik op de voorschriften in de Pensioenwet en de Wft, alsook die in de daarop gebaseerde AMvB’s. Die AMvB’s zijn het Bupw, het Bgfo en het Bpr. Met “Europese richtlijnen” doel ik op die Europese richtlijnen (en enkele verordeningen) die uitbestedingsvoorschriften voor de financiële sector bevatten. Het gaat om de Pensioenrichtlijn, de Icbv 5-richtlijn, de AIFMD, de Gedelegeerde AIFMD-verordening, de EUSEF-verordening, de EUVECAF-verordening, de MiFID, de Uitvoeringsrichtlijn MiFID, de Richtlijn betaaldienstverleners en Solvency II. De richtlijnen die het IOSCO, het Joint Forum en de CEBS in 2005 en 2006 opstelden pak ik samen in de term “internationale richtlijnen”. Met de term “voormalige toezichthouderregels” bedoel ik de regelingen met betrekking tot uitbesteding die DNB en de AFM vanaf 2001 uitvaardigden.<sup>43</sup> Het gaat om de Rob, de Ruv, de Bu, de Bup en de Imu.

### 1.7.2 *DNB-vergunde ondernemingen en AFM-vergunde ondernemingen*

Uitbestedingsregels blijken meer op elkaar te lijken als ze tot het domein van dezelfde toezichthouder horen. Dit geldt met name voor uitbestedingsregels uit het DNB-domein. Ik doel daarmee op de uitbestedingsregels

---

<sup>43</sup> De juridische status van deze toezichthouderregels was niet in elk geval even duidelijk, zodat ik de term beleidsregel als samenvattende begrip mijdt.

die zijn opgenomen in het Bupw en het Bpr. De overeenkomsten zijn minder sterk voor de uitbestedingsregels in het Bgfo, die tot het AFM-domein behoren. Het is daarom praktisch om onderscheid te maken tussen uitbestedingsregels voor “DNB-vergunde ondernemingen” en voor “AFM-vergunde ondernemingen”.

Met DNB-vergunde ondernemingen doel ik op de financiële ondernemingen voor wie DNB de vergunningverlenende toezichthouder is. De AFM-vergunde ondernemingen zijn degene voor wie de AFM dat is.

### 1.7.3 *Bankbeleggingsonderneming en zuivere beleggingsonderneming*

Vermogensbeheerders zijn een type beleggingsonderneming. Een beleggingsonderneming is in beginsel een AFM-vergunde onderneming.<sup>44</sup> Ook een onderneming met een (door DNB verstrekte) bankvergunning mag evenwel als beleggingsonderneming optreden.<sup>45</sup> In de praktijk spreekt men dan van een “bankbeleggingsonderneming”. Omdat een bankbeleggingsonderneming haar vergunning van DNB verkrijgt, is zij in mijn terminologie tevens een DNB-vergunde onderneming. Ter onderscheid van de bankbeleggingsondernemingen gebruik ik de term “zuivere beleggingsonderneming” voor die beleggingsondernemingen die op basis van een AFM-vergunning optreden.

### 1.7.4 *Pensioenfondsen en pensioenverzekeraar*

Er is niet één type pensioenfondsen. Er zijn beroepspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen, multi-ondernemingspensioenfondsen en, in de nabije toekomst, ook “algemeen pensioenfondsen”.<sup>46</sup> Ik zal steeds zonder onderscheid de term “pensioenfondsen” of “fondsen” hanteren, behalve waar het onderscheid in type pensioenfondsen voor dit onderzoek van belang is.<sup>47</sup>

Niet enkel pensioenfondsen kunnen pensioenregelingen uitvoeren. Dat kunnen ook “pensioenverzekeraars”, premiepensioeninstellingen, pensioeninstellingen met zetel in een andere lidstaat en verzekeraars met

---

44 Art. 2:96, lid 2, Wft.

45 Art. 2:97, lid 1, sub b, Wft.

46 Zie het wetsvoorstel “Wet algemeen pensioenfondsen”, dossiernummer 34117. De voorziene datum van invoering is 1 januari 2016 (Kamerstukken II, 2014-2015, 34117, nr. 10, p. 7).

47 Voor de volledigheid merk ik op dat pensioenfondsen niet de enige ondernemingen zijn die pensioenregelingen kunnen uitvoeren. Naast (Nederlandse) pensioenfondsen

zetel in het buitenland. “Pensioenverzekeraar” is geen wettelijk gedefiniëerde term. Ik doel daarmee op die verzekeraars die een pensioenregeling uitvoeren. De wet duidt pensioenfondsen, pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen met zetel in Nederland gezamenlijk aan als “pensioenuitvoerder”.

#### 1.7.5 Toezichthouder, toezichtmedewerker en interne toezichthouder

De term “toezichthouder” kent in de wet en in de praktijk verschillende, maar te onderscheiden betekenissen. In de Pensioenwet en de Wft doelt de wetgever met de term toezichthouder op DNB of de AFM, op rechtspersonen dus.<sup>48</sup> In de Awb doelt de wetgever met de term “toezichthouder” op natuurlijke personen die op grond van de wet met het (daadwerkelijke uitoefenen van het) toezicht zijn belast.<sup>49</sup> De natuurlijke personen in dienst van DNB en de AFM die toezichthouder in de zin van de Awb zijn, zijn bij besluit van DNB of de AFM aangewezen.<sup>50</sup> Omwille van het onderscheid duid ik DNB en de AFM aan met de term “toezichthouder” en de natuurlijke personen die bij hen in dienst zijn en met het werkelijke toezicht belast, als “toezichtmedewerker”.

In de praktijk wordt de term “toezichthouder” ook gebruikt ter aanduiding van een vorm van intern toezicht. Bij pensioenfondsen gaat het bij intern toezicht om een raad van toezicht, een visitatiecommissie of de niet-uitvoerende bestuurders in een “one tier board”. Deze interne toezichthouders duid ik steeds aan als “interne toezichthouder” of met de specifieke naam van deze vormen van intern toezicht.

#### 1.7.6 Pensioenovereenkomst, pensioenregeling en pensioenreglement

In het pensioenrecht is het noodzakelijk om de termen pensioenovereenkomst, pensioenregeling en pensioenreglement te onderscheiden. Kort gezegd gaat het om het volgende. Een pensioenovereenkomst omvat de afspraken die een werkgever en een werknemer (al dan niet via een cao) hebben gemaakt ten aanzien van pensioen. Een pensioenregeling is de regeling op grond van een pensioenovereenkomst en waarin is bepaald welke pensioenuitkeringen worden toegezegd en onder welke voorwaarden. Gewoonlijk wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds “defined benefit”-regelingen en anderzijds “defined contribution”-regelingen.

48 Art. 1 Pw, onder “toezichthouder”. Hetzelfde geldt voor de Wft (art. 1:1 Wft, eveneens onder “toezichthouder”).

49 Art. 5:11 Awb.

50 Art. 151, lid 6, Pw respectievelijk art. 1:72, lid 1, Wft.

Het pensioenreglement is een door het pensioenfonds opgestelde regeling met betrekking tot de verhouding tussen het pensioenfonds en de deelnemer. In paragraaf 7.2 ga ik nader op deze termen in.

#### 1.7.7 *Zuivere premiereregelingen en "andere pensioenregelingen"*

De wet onderscheidt diverse typen pensioenregelingen. In hoofdstuk 7 zal blijken dat het nuttig is onderscheid te maken tussen enerzijds zuivere premiereregelingen en anderzijds pensioenregelingen die dat niet zijn. Die laatste groep zal ik steeds aanduiden als "andere pensioenregelingen".

#### 1.7.8 *Pensioenaanspraken en pensioenrechten*

In het pensioenrecht bestaat een onderscheid tussen pensioenaanspraken en pensioenrechten. Een pensioenaanspraak is een recht op een nog niet ingegaan pensioen, een pensioenrecht een recht op een reeds ingegaan pensioen. Voor dit onderzoek is dit onderscheid niet van belang. Ik zal steeds de term "pensioenaanspraak" gebruiken, behalve daar waar ik wetteksten aanhaal.

#### 1.7.9 *Begunstigden, cliënten en deelnemers*

Evenzo is voor dit onderzoek het onderscheid tussen deelnemers, gewezen deelnemers, gepensioneerden, pensioengerechtigden en andere aanspraakgerechtigden niet van belang. Van belang is dat al deze groepen mensen een aanspraak op het fonds hebben. Ik zal in dit onderzoek steeds de term "begunstigde" gebruiken.

In de wettelijke terminologie hebben de meeste financiële ondernemingen, zoals banken en verzekeraars, "cliënten". Beleggingsinstellingen en premiepensioeninstellingen hebben daarentegen "deelnemers". Het onderscheid tussen cliënten van sommige financiële ondernemingen en deelnemers in andere financiële ondernemingen is voor dit proefschrift evenmin van belang. Waar ik schrijf over "cliënten" of "cliënten van financiële ondernemingen", doel ik steeds mede op de deelnemer-variant. Waar ik schrijf in verband met specifiek zulke beleggingsinstellingen of premiepensioeninstellingen, zal ik wel de term "deelnemer" hanteren.

### 1.7.10 Deskundigheid en geschiktheid

De dagelijksbeleidsbepalers van pensioenfondsen en financiële ondernemingen moeten “capabel” zijn. Capabel is niet de wettelijke term. Van oudsher werd in zowel de pensioenregelgeving als de Wft de term “deskundig gebruikt”. Tegenwoordig wordt in de Wft de term “deskundig” gebruikt. Een inhoudelijk verschil is niet bedoeld.

Met “deskundig” doelde men niet alleen op deskundigheid in enge zin ofwel het hebben van voldoende (relevante) kennis. Ook werd bedoeld op vaardigheden en professioneel gedrag. In de Wft is de terminologie gewijzigd van “deskundig” naar “geschikt”, omdat de afwijzing “ondeskundig” niet zo passend is voor iemand die veel kennis ter zake heeft, maar zich onprofessioneel gedraagt. Voor zo iemand is de term “ongeschikt” passender.<sup>51</sup> Voor de pensioenregelgeving werd eenzelfde terminologiewijziging aangekondigd,<sup>52</sup> maar is zij slechts halfslachtig doorgevoerd.<sup>53</sup> Om terminologische verwarring te voorkomen, is het goed als de wetgever de terminologische wijziging van “deskundig” naar “geschikt” ook in de pensioenregelgeving consistent doorvoert.

Omdat de terminologie tussen Pensioenwet en Wft verschilt, maar geen inhoudelijk verschil is bedoeld, zal ik de termen “deskundig” en “geschikt” door elkaar gebruiken.

## 1.8 Afsluiting

Dit document is afgesloten op 23 februari 2015. Ontwikkelingen van na die datum zijn slechts sporadisch verwerkt.

---

51 Kamerstukken II, 2010-2011, 32786, nr. 3, p. 2.

52 Kamerstukken II, 2010-2011, 32786, nr. 3, p. 2.

53 In art. 106 Pw wordt de term “deskundigheid” gebruikt, net als in de Beleidsregel deskundigheid waar het om pensioenfondsen gaat. In art. 29 Bupw wordt daarentegen de term “geschiktheid” gebruikt.





## HOOFDSTUK 2

# THEORETISCH RAAMWERK EN REIKWIJDTE VAN DE UITBESTEDINGSREGELS

### 2.1 Inleiding

In het vorige, inleidende hoofdstuk poneerde ik de hypothese dat aan de uitbestedingsregels een gemeenschappelijk systeem ten grondslag ligt. Dit hoofdstuk begin ik met een onderzoek naar de wijze waarop diverse uitbestedingsregelingen op elkaar voortbouwen. Mede aan de hand daarvan staaf ik de genoemde hypothese en vorm zo het theoretische kader voor het vervolg van dit onderzoek. Na een korte tussenconclusie vervolg ik met een afbakening van de reikwijdte van de uitbestedingsregels.

### 2.2 Onderlinge verbanden tussen de uitbestedingsregelingen

Vóór de invoering van de Pensioenwet en de Wft in 2007 ontbrak in de meeste gevallen een wettelijke regeling voor uitbesteding. Vanaf 1 januari 2006 vormde de Wfd een (summiere) uitzondering.<sup>54</sup> Iets eerder, vanaf 1 september 2005, bevatte de Btb een (op de Wtb gegronde) regeling.<sup>55</sup>

Wel hadden de toezichthouders regels gesteld: de “voormalige toezichthouderregels”. Voor banken betrof dat de Regeling organisatie en beheersing (Rob),<sup>56</sup> voor beleggingsinstellingen de Beleidsregel uitbesteding (Bu),<sup>57</sup> voor effecteninstellingen de Interpretatieve mededeling uitbesteding (Imu),<sup>58</sup> voor verzekeraars de Regeling uitbesteding verzekeraars (Ruv)<sup>59</sup> en voor pensioenfondsen de Beleidsregel uitbesteding pensioenfondsen (Bup).<sup>60</sup> De Rob stond hierbij model voor de meeste andere toezichthouderregels, waaronder de Bup. Alleen de Imu week sterk af van de

---

54 Art. 39 Wfd.

55 Art. 27 Btb. Deze regeling vindt men tegenwoordig terug in art. 38 Bgfo.

56 Stcrt. 2001, 65, p. 23.

57 Stcrt. 2002, 13, p. 24.

58 De Imu is thans niet meer te vinden op de website van de AFM. Meer over de Imu: Schouten 2004, p. 134-139.

59 Stcrt. 2004, 20, p. 61.

60 Stcrt. 2004, 20, p. 61.

andere voormalige toezichthouderregels. De Imu blonk echter niet uit in duidelijkheid, zodat in de praktijk de Rob erop werd nageslagen.<sup>61</sup>

De voormalige toezichthouderregels waren sectoraal opgesteld. Ook het toezicht was destijds immers sectoraal georganiseerd. Met de invoering van de Pensioenwet en de Wft werden deze sectorale toezichthouderregels vervangen door een wettelijke regeling. Daarbij werd het toezicht “gekan-teld”: van een sectoraal georganiseerd toezichtmodel werd overgestapt op een functioneel toezichtmodel met DNB als prudentiële toezichthouder en de AFM als gedragstoezichthouder. Ook werden de materiële normen, die voorheen over sectorale wetten waren verdeeld, gestroomlijnd.<sup>62</sup>

In ieder geval voor wat betreft de uitbestedingsregels zijn het “kan-telen” en het stroomlijnen nooit helemaal gelukt. De invoering van de Wft werd als beleidsarme operatie opgezet: inhoudelijke wijzigingen moesten zo beperkt mogelijk blijven.<sup>63</sup> De stroomlijning heeft wel geleid tot enkele algemene bepalingen die voor alle typen ondernemingen gelden. Het betreft de bepalingen dat de uitbesteder er zorg voor draagt dat zijn dienstverle-ner de op hem toepasselijke Wft-regels inzake de uitbestede activiteiten naleeft<sup>64</sup> en dat uitbesteding het toezicht niet mag belemmeren.<sup>65</sup> Van meet af aan waren er niettemin sectorale aanvullingen voor beleggingsinstel-lingen<sup>66</sup> en voor DNB-vergunde ondernemingen.<sup>67</sup> Die sectorale verschillen namen daarna alleen maar toe naarmate steeds meer, sectoraal opgestelde, Europese richtlijnen werden geïmplementeerd. De uitbestedingsregels op grond van de Wft zijn daardoor sectoraal (verder) aangevuld voor beleg-gingsinstellingen,<sup>68</sup> beleggingsondernemingen,<sup>69</sup> betaaldienstverleners<sup>70</sup> en verzekeraars.<sup>71</sup>

---

61 Joosen 2007, p. 249; Bakkers 2006, voetnoot 6.

62 Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 4-10. Zie verder: Grundmann-van de Krol 2010b, p. 59; Schlingmann 2007, p. 624 en Grundmann-van de Krol 2006, par. 1.

63 Grundmann-van de Krol 2012, p. 17; Grundmann-van de Krol 2006, par. 1.

64 Art. 3:18, lid 1, Wft, art. 4:16, lid 1, Wft en art. 5:31 Wft.

65 Art. 27, lid 1 Bpr en 37 Bgfo.

66 Art. 38 Bgfo.

67 Hoofdstuk 5, Bpr.

68 Sectorale aanvullingen voor beleggingsinstellingen bestonden al in de Nederlandse regelgeving als gevolg van de implementatie van de Icbe 2-richtlijn. Deze aanvul-lingen zijn later, door nieuwe Europese richtlijnen voor beleggingsinstellingen, uitgebreid. Het gaat om de Icbe 4-richtlijn en de Icbe 5-richtlijn (de laatste is op het moment van schrijven nog een voorstel). Voorts is er de AIFMD die geldt voor de meeste beleggingsinstellingen die geen icbe zijn.

69 Op grond van de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

70 Op grond van de Richtlijn betaaldienstverleners.

71 Op grond van Solvency II. Zie daarover ook Kerckhaert en Van Zalinge 2012 en Pos 2009, p. 203.

De uitbestedingsregels voor beleggingsondernemingen en verzekeraars zijn terug te voeren op een adviesrapport van de IOSCO uit 2000. In dit rapport gaf de IOSCO advies over de regulering van uitbesteding door beheerders van beleggingsinstellingen.<sup>72</sup> Dit advies was gebaseerd op een omvangrijk onderzoek naar de wijze waarop uitbesteding in de aangesloten landen was gereguleerd. In 2005 publiceerden de IOSCO en het Joint Forum richtlijnen over uitbesteding. Deze richtlijnen zijn gezamenlijk opgesteld.<sup>73</sup> Het is dan ook niet verbazend dat hierin duidelijk het voorwerk van de IOSCO te herkennen is. In 2006 volgde de CEBS met haar eigen richtlijnen. Deze CEBS-richtlijnen zijn echter ook weer gebaseerd op de IOSCO- en Joint Forum-richtlijnen.<sup>74</sup> Het CEBS heeft in samenwerking met CESR<sup>75</sup> ervoor gezorgd dat deze CEBS-richtlijnen in overeenstemming zijn met de dan inmiddels aangenomen Uitvoeringsrichtlijn MiFID.<sup>76</sup> De uitbestedingsregels in Solvency II ten slotte zijn weer gebaseerd op de MiFID-uitbestedingsregels en de Joint Forum-richtlijnen.<sup>77</sup>

De inhoud van de uitbestedingsregels in de Pensioenrichtlijn, de Richtlijn betaaldienstverleners en de richtlijnen inzake beleggingsinstellingen kon ik niet herleiden tot deze internationale richtlijnen. Wel was bij de invoering van de Wft in 2007 al rekening gehouden met de uitbestedingsregels uit de Icbе 2-richtlijn.<sup>78</sup> De uitbestedingsregels uit de latere Icbе 4- en 5-richtlijn en de AIFMD bouwen op deze eerdere Icbе 2-richtlijn voort.<sup>79</sup>

- 
- 72 IOSCO Delegation of functions 2000. Dit rapport is zelf overigens terug te voeren op een IOSCO-rapport uit 1994 dat gewijd was aan de regulering van beheerders van beleggingsinstellingen (IOSCO Report on investment management 1994). Voor zover mij bekend werd in het rapport uit 1994 voor de eerste maal in de internationale financiële sector aandacht besteed aan de regulering van uitbesteding.
- 73 Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 8. De Joint Forum-richtlijnen 2005 zijn bedoeld als een basisregeling voor elke financiële sector en de IOSCO-richtlijnen 2005 als een aanvulling voor "market intermediaries". Bij zulke "market intermediaries" moet men naar Nederlands recht denken aan beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen.
- 74 CEBS-richtlijnen 2006, p. 1.
- 75 Committee of European Securities Regulators. CESR heet thans ESMA en is voor de sector van beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen de evenknie van de CEBS/EBA.
- 76 CEBS-richtlijnen 2006, p. 1.
- 77 Overweging 37, Solvency II.
- 78 Icbе's zijn een bepaald type beleggingsinstellingen. Naar de Engelse benaming worden ze vaak ook UCITS genoemd.
- 79 De AIFMD ziet op een ander type beleggingsinstellingen dan icbe's, maar de Europese regelgever heeft ervoor gezorgd dat deze twee richtlijnen nauw op elkaar aansluiten (Overwegingen 9, 20 en 42, Icbе 5-richtlijn).

Bovendien sluit ESMA voor de interpretatie van de uitbestedingsregels in de AIFMD aan bij de uitbestedingsregels op grond van MiFID.<sup>80</sup>

De Bankenrichtlijn bevat geen (relevante) bepalingen inzake uitbesteding.<sup>81</sup> De EBA is niettemin van mening dat artikel 22 van de Bankenrichtlijn, inzake de governance van de bank, mede ziet op uitbestedingssituaties en dat daarbij de CEBS-richtlijnen moeten worden toegepast.<sup>82</sup>

De Nederlandse uitbestedingsregels zijn oorspronkelijk dus gebaseerd op de voormalige toezichthouderregels. Zij zijn later (sectoraal) aangevuld met de implementatie van uitbestedingsvoorschriften uit diverse Europese richtlijnen. Ten minste een aantal van deze Europese richtlijnen is op hun beurt sterk beïnvloed door de internationale richtlijnen. Voor andere Europese richtlijnen is een dergelijke invloed van de internationale richtlijnen niet uit te sluiten, maar in ieder geval niet vast te stellen.<sup>83</sup>

### 2.3 Een gemeenschappelijk systeem

Het uitgangspunt van de Nederlandse uitbestedingsregels is in de wetsgeschiedenis wel herkenbaar, maar niet bijzonder duidelijk geëxpliciteerd. Ik begin daarom met het "moederdocument" inzake de uitbestedingsregels: het IOSCO-rapport uit 2000.<sup>84</sup>

---

80 ESMA Advice on implementing measures AIFMD 2011, p. 123-124.

81 De richtlijn bevat wel enkele bepalingen inzake uitbesteding in verband met de solvabiliteitseisen aan banken. Ze bevat geen bepalingen inzake de aansturing van uitbestedingen.

82 Zie Principe 18 en randnummers 29 en 30 van de EBA Guidelines on Internal Governance 2011.

83 Omwille van de volledigheid, merk ik nog op dat in een enkel geval er ook sprake is of lijkt van een alternatieve route van beïnvloeding. Zo wordt in de toelichting op de Bu expliciet verwezen naar het IOSCO-rapport "Delegation of functions", uit 2000 (Stcrt. 18 januari 2002, nr. 13, p. 24). In de literatuur is opgemerkt dat de oorspronkelijke (maar later gewijzigde) CEBS-definitie van uitbesteding ten dele geïnspireerd lijkt op de Nederlandse definitie van uitbesteding (Czech & Szlachetka 2009, voetnoot 17).

84 IOSCO Delegation of functions 2000. Dit rapport betreft uitbesteding door beheerders van beleggingsinstellingen. Het rapport bouwt voort op een IOSCO-rapport uit 1994 (IOSCO Report on investment management 1994). Het rapport uit 1994 bevatte al de meeste – maar niet alle – belangrijke elementen die ook in het IOSCO-rapport uit 2000 terug komen. Voor de volledigheid meld ik nog dat reeds de eerste Icbe-richtlijn, uit 1985, een rudimentaire uitbestedingsregeling bevatte waarin een deel van dit uitgangspunt naar voren kwam. Zij bevatte (uitsluitend) voor bewaarders een aansprakelijkheid jegens de icbe, diens beheerder en diens deelnemers (art. 7, lid 2 en art. 16, lid 2, Icbe 1-richtlijn). Een verantwoordelijkheid jegens de toezichthouder was nog niet in beeld.

### 2.3.1 Het oorspronkelijke uitgangspunt

Het vertrekpunt in dit rapport is de bescherming van de participerende beleggers. De zorg die wordt geuit, is dat de instelling zich door de uitbesteding van haar verantwoordelijkheden ontdoet, zelfs als “brievenbusmaatschappij” achterblijft, en zich noch jegens de beleggers noch jegens de toezichthouder verantwoordelijk acht voor tekortkomingen in de dienstverlening waardoor beleggers schade lijden of toezichtsregels niet worden nageleefd. Het rapport geeft algemene principes voor de wijze waarop uitbesteding vorm mag krijgen en hoe daarop toezicht kan worden gehouden.<sup>85</sup>

Het gekozen uitgangspunt is dus dat, met het oog op beleggersbescherming, de uitbestedende partij volledig verantwoordelijk blijft jegens beleggers en toezichthouders voor het handelen of nalaten van haar dienstverlener als was het haar eigen handelen of nalaten. Om die verantwoordelijkheid te kunnen nakomen, moet zij “in control”<sup>86</sup> blijven over de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden.

Om “in control” te blijven wordt het nodig geacht dat uitbesteding niet zover gaat dat de uitbestedende partij een brievenbusmaatschappij (“empty box”) wordt, dat de uitbesteder zorgvuldig een capabele dienstverlener selecteert met wie hij een duidelijke overeenkomst sluit, dat hij effectief toezicht houdt op de dienstverlener, dat hij kan ingrijpen en dat zo nodig ook doet, en dat hij te allen tijde de relatie kan beëindigen.

### 2.3.2 Het uitgangspunt in andere regelingen

Dit uitgangspunt, dat de uitbesteder volledige verantwoordelijkheid moet blijven dragen en daarom maatregelen moet nemen om die verantwoordelijkheid na te kunnen komen, komt men ook in de andere uitbestedingsregelingen steeds weer tegen.<sup>87</sup>

---

85 IOSCO Delegation of functions 2000, p. 1: “In this respect, it would seem particularly desirable to define general principles concerning both the actual implementation of the delegation of functions and its supervision by the regulators concerned”.

86 De term “in control” wordt niet in het rapport gebruikt. Deze term wordt in het kader van uitbesteding gebruikt door DNB om aan te geven dat de uitbesteder de uitbestede werkzaamheden moet *beheersen*.

87 Voor de internationale richtlijnen: Joint Forum-richtlijnen 2005, Principe III, maar vooral het kopje “responsibility of firm’s management” op p. 13; en CEBS-richtlijnen 2006, guideline 2. In de IOSCO-richtlijnen 2005 wordt overigens slechts de verantwoordelijkheid jegens de toezichthouder benadrukt. Omdat de IOSCO-richtlijnen 2005 evenwel als aanvulling gelden op de Joint Forum-richtlijnen 2006, moet worden aangenomen dat het principe van behoud van de verantwoordelijkheid ook jegens de beleggers geldt, hetgeen ook in de lijn ligt van het eerdere IOSCO-document uit 2000.

Dit is impliciet bij de Pensioenrichtlijn. Daar wordt benadrukt dat de toezichthouder over voldoende toezichtsbevoegdheden moet beschikken om toe te zien op uitbestedingen die de financiële positie van het fonds beïnvloeden en om te controleren of uitbestede werkzaamheden worden uitgevoerd overeenkomstig de toezichtsregels.<sup>88</sup> Men mag hier niet uit opmaken dat het principe dat de uitbesteder verantwoordelijk blijft, niet ziet op verantwoordelijkheid jegens de begunstigden, maar enkel op verantwoordelijkheid jegens de toezichthouder. Een dergelijke uitleg zou wel zeer afwijken van de uitbestedingsregels in andere sectoren. Ze is bovendien onlogisch. De toezichtsbelangen van de toezichthouder zijn geen doel op zichzelf. Hij houdt toezicht met het oog op de belangen van de begunstigden van het pensioen. Ook het doel van de Pensioenrichtlijn en van het daarin voorgeschreven toezicht op pensioenfondsen ligt in de bescherming van de belangen van de begunstigden.

In de Nederlandse uitbestedingsregels, op grond van de Pensioenwet en de Wft, komt dit uitgangspunt niet bijzonder duidelijk naar voren. In de vorige paragraaf haalde ik al aan dat bij de invoering van de Pensioenwet en de Wft materiële normen zijn gestroomlijnd. Hoewel er sectoraal vele aanvullingen zijn, zijn er enkele algemene bepalingen geformuleerd die voor alle pensioenfondsen en financiële ondernemingen gelden. Het gaat om de voorschriften dat de uitbestedende partij er zorg voor draagt dat de dienstverlener de regels naleeft die bij of krachtens de Pensioenwet zijn gesteld en die op het pensioenfonds van toepassing zijn<sup>89</sup> en dat een uitbesteding het toezicht niet mag belemmeren.<sup>90</sup> Deze algemene bepalingen dwingen niet tot een uitleg conform het hierboven genoemde uitgangspunt. “Zorg dragen” en “niet belemmeren” zijn rekkelijke begrippen.

Echter, aan de voormalige toezichthouderregels lag het genoemde uitgangspunt ten grondslag zodat dit logischerwijs ook ten grondslag ligt aan de huidige wettelijke regeling. Deze Nederlandse uitbestedingsregels

---

Voor de Europese richtlijnen: Overweging 12, Icb 2-richtlijn; art. 13, lid 2, Icb 4-richtlijn; paragraaf 1.2.2 onder de kopjes “delegatie” en “aansprakelijkheid” van de toelichting bij het richtlijnvoorstel Icb 5; art. 20, lid 3 en art. 21, lid 13, AIFMD; art. 8 EUSEF-verordening; art. 8 EUVECAF-verordening; art. 14, lid 1, Uitvoeringsrichtlijn MiFID; art. 49, lid 1, Solvency II; en art. 18, lid 2, Richtlijn betaaldienstverleners.

Voor de voormalige toezichthouderregels: Inleidende toelichting en toelichting op art. 59 Rob; Voorwaarde I, Bu; Uitgangspunt 1, Imu; en de algemene toelichting op de Ruv en het Bup.

88 Overweging 25 en art. 13 Pensioenrichtlijn.

89 Art. 34, lid 1, Pensioenwet; art. 3:18, lid 1, Wft, art. 4:16, lid 1, Wft en art. 5:31, lid 1, Wft.

90 Art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo.

vormen bovendien de implementatie van de uitbestedingsbepalingen uit Europese richtlijnen. Het Unierecht dwingt tot een richtlijnconforme interpretatie<sup>91</sup> zodat het Europeesrechtelijke uitgangspunt automatisch ook het Nederlandse moet zijn.

Ook uit de parlementaire geschiedenis valt af te leiden dat de wetgever deze interpretatie voor ogen stond. De wetgever heeft bij herhaling vooropgesteld dat een overtreding door de dienstverlener in de eerste plaats geldt als een overtreding van de uitbesteder, zodat de financiële toezichthouder aan de uitbesteder sancties kan opleggen voor de overtreding door zijn dienstverlener.<sup>92</sup> Ook de verantwoordelijkheid jegens de begunstigde of de cliënt van de uitbestedende onderneming is benadrukt. Zo geeft de wetgever onder meer het voorbeeld van een pensioenfonds dat het uitbetalen van de pensioenuitkeringen heeft uitbesteed en de dienstverlener niet of te weinig uitbetaalt. De begunstigde moet het pensioenfonds te allen tijde kunnen aanspreken, aldus de wetgever.<sup>93</sup>

Om haar verantwoordelijkheden te kunnen nakomen, moet de uitbestedende onderneming de aan de uitbesteding verbonden risico's beheersen. Hij moet voldoende waarborgen verkrijgen van de dienstverlener voor het handhaven van een beheerste en integere bedrijfsvoering<sup>94</sup> of, zoals DNB het steevast formuleert: hij moet "in control" blijven over de uitbestede werkzaamheden. De uitbestedingsregels vormen dus een invulling van de eis dat een pensioenfonds of financiële onderneming over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikt.<sup>95</sup>

91 Onder meer HvJEG 10 april 1983, C-14/83 (Von Colson en Kamann). Zie ook Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 181.

92 Bijv. Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128-129 (voor de Pensioenwet), Kamerstukken II, 2004-2005, 29708, nr. 10, p. 245-246 en Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 19, p. 506 (voor de Wft).

93 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 158.

94 Toelichting op Bupw, Stb. 2006, 709, p. 51.

95 Dat de uitbestedingsregels een uitwerking zijn van de vereiste beheerste en integere bedrijfsvoering volgt voor pensioenfondsen uit art. 14, lid 2, Bupw. Zie ook de DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014, p. 4 en 7. In gelijke zin: Silverentand & Van der Eerden 2014, p. 71.

Voor financiële ondernemingen is dit niet geëxpliciteerd in de Wft of de daaronder vallende AMvB's. DNB gaat daar wel vanuit, zo blijkt uit het Handboek FIRM, bijlage B, p. 18 en uit art. 1.2, lid 1, sub C, Beleidsregel geschiktheid, waar de deskundigheidseis inzake uitbesteding is geschaard onder de deskundigheidseis inzake een beheerste en integere bedrijfsvoering. In de jurisprudentie is dit ook aanvaard: Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME) en Rb Rotterdam 25 mei 2009, JOR 2009/231, m.nt. Grundmann-van de Krol onder JOR 2009/232 (Stichting Belangen Investeerders PG 201).

Een andere uitgangspunt is eigenlijk ook moeilijk voorstelbaar. Het geformuleerde uitgangspunt heeft een vanzelfsprekende logica.<sup>96</sup> Ter bescherming van hun cliënten of begunstigden moeten ondernemingen in de financiële sector over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikken: ze moeten “in control” zijn. Wanneer de onderneming werkzaamheden uitbesteedt, besteedt het eigenlijk een stukje van haar bedrijfsvoering uit. Dat mag natuurlijk niet ten koste gaan van de belangen van de cliënten of begunstigden en dus ook niet ten koste van de “control” over de (uitbestede) werkzaamheden. Omdat de toezichthouder toeziet op de naleving van de regels, mag de uitbesteding ook niet ten koste gaan van zijn mogelijkheden om adequaat toezicht te houden. Het verwondert dan ook niet dat dit uitgangspunt ook in andere uitbestedingsregelingen, ook buiten de financiële sector, tot uitgangspunt is genomen.<sup>97</sup>

### 2.3.3 Brievenbusmaatschappijen

Voor veel financiële sectoren is uitdrukkelijk bepaald dat uitbesteding er niet toe mag leiden dat een onderneming een brievenbusmaatschappij wordt.<sup>98</sup> Voor andere sectoren volgt dat impliciet uit de “control”-gedachte. De AIFMD-regels vullen het begrip “brievenbusmaatschappij” nader in als een abi-beheerder:<sup>99</sup>

- a. die niet meer over de nodige deskundigheid en middelen beschikt om doeltreffend toezicht op de uitbestede taken uit te oefenen en de aan de uitbesteding verbonden risico's te beheren,
- b. die niet meer beschikt over de bevoegdheid om taken van de directie te vervullen of besluiten te nemen op essentiële terreinen die onder de verantwoordelijkheid van de directie vallen,

---

96 Schutte spreekt zelfs van “een open deur” (Schutte 2003).

97 Zie bijv. art. 35 EMIR. De uitbestedingsregeling in de Wwft is zelfs uitdrukkelijk gebaseerd op de uitbestedingsregeling in de Wft (Wetsvoorstel Wwft, Kamerstukken II, 2007-2008, 31238, nr. 3). Voor regelingen buiten de financiële sector, zie bijv. art. 16Aa, lid 2-4, Electriciteitswet 1998; art. 7a Gaswet; art. 8 Besluit aangewezen instanties Metrologiewet; art. 3, lid 4 en 5, Besluit luchtvaartuigen 2008; art. 16 en 21 Regeling uitvoering GMO groenten en fruit; art. 103c Uitvoeringsregeling Meststoffenwet; en voor uitbesteding door notarissen, zie art. 3, lid 2, Verordening beroeps- en gedragsregels 2011, waarover Hof Amsterdam 16 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2270 en Korteweg en Linneman 2015.

98 Bijv. Principe 1.3, IOSCO 2000; Overweging 19, Uitvoeringsrichtlijn MiFID; Overweging 16, Icb 4-richtlijn; art. 20, lid 3, AIFMD; art. 8 EUSEF-verordening; art. 8 EUVECAF-verordening.

99 Art. 82, lid 1, Gedelegeerde AIFMD-verordening.



- c. zijn contractuele rechten verliest om informatie van zijn dienstverlener te verlangen, zijn dienstverlener te controleren of toegang te hebben tot of instructies te geven aan zijn dienstverlener, of voor wie het in de praktijk onmogelijk wordt om deze rechten uit te oefenen, of
- d. die aanzienlijk meer taken in verband met haar kernactiviteiten<sup>100</sup> uitbestedt dan hij zelf vervult.

In feite gaat het dus om een onderneming die “out of control” is. De opsomming illustreert duidelijk wat minimaal nodig is om “in control” te (kunnen) zijn. Ten eerste moet in de onderneming ten minste enige reële activiteit overblijven. Daartoe behoren in ieder geval de taken van de directie of, zou ik zeggen, van de dagelijksbeleidsbepalers.<sup>101</sup> Ten tweede moet de onderneming beschikken over voldoende bevoegdheden om haar dienstverlener te controleren en aan te sturen. Ten derde moet ze over de deskundigheid en middelen beschikken om daar ook daadwerkelijk gebruik van te kunnen maken. Op de diverse aspecten kom ik later terug.<sup>102</sup>

#### 2.3.4 Proportionaliteit

De diverse regelingen gaan alle, impliciet dan wel expliciet, uit van een proportionele toepassing van de uitbestedingsregels. In essentie gaat het om een open zorgvuldigheidsnorm. Welke maatregelen de onderneming concreet moet nemen, hangt op de eerste plaats samen met de potentiële risico’s die de uitbestedende onderneming loopt. Naarmate de risico’s die aan de uitbesteding zijn verbonden groter zijn, zijn verdergaande maatregelen vereist. Dat de te nemen maatregelen *ten dele* zijn voorgeschreven, doet aan het karakter van een open zorgvuldigheidsnorm niet af.<sup>103</sup>

---

100 In de tekst van de verordening staat “het beleggingsbeheer”. Voor een abi-beheerder is dat een kernactiviteit.

101 De term “dagelijksbeleidsbepalers” is ruimer dan “directie” of “bestuur”. Zie voetnoot 598.

102 Voor wat betreft de uitbesteding van de taken van dagelijksbeleidsbepalers, zie par. 5.4.2. Op de mate van uitbesteding van taken die verband houden met de kernactiviteiten ga ik in in par. 5.4.4. De eisen aan deskundigheid komen aan bod in par. 5.5. De bevoegdheden om de dienstverlener te controleren en aan te sturen, behandel ik in par. 5.8-5.18.

103 Vergelijk Voerman & Ras 2012, onder “Beheerste en integere bedrijfsvoering”.

Een proportionele benadering komt expliciet naar voren in de internationale richtlijnen.<sup>104</sup> Voor de Europese richtlijnen ligt dit besloten in het Europeesrechtelijke proportionaliteitsbeginsel.<sup>105</sup> Voor de Nederlandse uitbestedingsregels vloeit een proportionele benadering dwingend voort uit dat Europese proportionaliteitsbeginsel.

De proportionaliteitseis is in de Nederlandse uitbestedingsregels niet expliciet opgenomen. De toezichthouder is evenwel gebonden aan het evenredigheidsbeginsel. Op grond van dit beginsel moet de toezichthouder, voor zover de wet daartoe de ruimte biedt, de rechtstreeks betrokken belangen tegen elkaar af te wegen. Ook mag de uitoefening van haar bevoegdheden niet onevenredig belastend zijn voor een belanghebbende in relatie tot het doel van die bevoegdheidsuitoefening.<sup>106</sup> Open normen zoals “zorg dragen voor” en “beheerste en integere bedrijfsvoering” bieden de toezichthouder volop ruimte om aan die proportionaliteit gestalte te geven. De maatregelen die worden geveerd in verband met de eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering of, zoals DNB dat noemt, “in control” zijn, moeten dus zijn afgestemd op de relevante risico’s. Verdergaande maatregelen mag DNB niet eisen.<sup>107</sup>

#### 2.4 Tussenconclusie: kruissectorale analoge toepassing

De uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet en de Wft zijn sectoraal opgesteld. De mate van uitwerking die aan een sectorale regeling is gegeven, verschilt per sector. Die verschillen zijn tamelijk willekeurig.

---

104 IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1; Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4; CEBS-richtlijnen 2006, p. 2.

105 Art. 5 VWEU en Protocol 2 betreffende de toepassing van de beginselen van subsidiariteit en evenredigheid. Zie verder Keus 2010, p. 29; Barents & Brinkhorst 2012, nr. 327-328; Gerards 2007, p. 75; en Den Houdijker 2012, p. 45-56.

106 Art. 3:4 Awb.

107 De rechter toetst overigens niet vol, maar slechts marginaal aan het evenredigheidsbeginsel. De toezichthouder komt bij open normen namelijk een zekere beleidsvrijheid toe. Zie ook par. 6.3. De toetsingsmaatstaf van de rechter is of de toezichthouder onder afweging van alle betrokken belangen in redelijkheid tot zijn besluit heeft kunnen komen. Zie bijv. ABRvS 16 januari 2013, AB 2013/127 m.nt. Den Ouden (beëindiging subsidie Stivoro), r.ov. 4.1 en 4.3 of, meer toegespitst op de financiële sector en de pensioensector, ABRvS 25 februari 2013, JOR 2013/140, m.nt. Van Ravels en Joosen (onteigening SNS), r.ov. 20-21 en Rb Rotterdam 10 oktober 2013, PJ 2013/195, m.nt. Witte (Stichting Pensioenfonds Medewerkers Apotheken).

Zo is bijvoorbeeld voor de uitbestedende beleggingsonderneming bepaald dat zij moet controleren of de dienstverlener over de deskundigheid, de capaciteit en elke bij wet vereiste vergunning beschikt.<sup>108</sup> Ook moet ze zorg dragen dat de dienstverlener alle vertrouwelijke informatie over haar en haar cliënten beschermt.<sup>109</sup> Dergelijke bepalingen zijn niet opgenomen voor bijvoorbeeld uitbestedende pensioenfondsen. Het valt niet in te zien waarom een beheerste en integere bedrijfsvoering voor hen niet meebrengt dat zij hiervoor waarborgen zoeken. Evenzo valt niet in te zien waarom een bankbeleggingsonderneming onder een ander, ogenschijnlijk lichter regime van uitbestedingsvoorschriften valt dan een zuivere beleggingsonderneming.<sup>110</sup> Noch laat zich uitleggen waarom bijvoorbeeld een pensioen-administrateur met een andere verzameling toezichtsregels te maken krijgt naargelang zijn opdrachtgever een pensioenfonds, pensioenverzekeraar of premiepensioeninstelling is. Evenmin is te begrijpen waarom de bescherming die een begunstigde aan de uitbestedingsregels ontleent tegen de risico's van uitbesteding door zijn pensioenuitvoerder zou verschillen naar gelang hij is aangesloten bij een pensioenfonds, pensioenverzekeraar of premiepensioeninstelling.<sup>111</sup>

Hierboven bleek niettemin dat de uitbestedingsregelingen veelal op elkaar voortbouwen. Ook bleek dat aan de diverse uitbestedingsregelingen een gemeenschappelijk systeem ten grondslag ligt. Er is daarom goede reden om voor de uitleg en toepassing van Nederlandse sectorale uitbestedingsregels en voor de invulling van eventuele lacunes daarin, aan te sluiten bij uitbestedingsregels uit andere regelingen en voor andere sectoren.<sup>112</sup>

Het zou volgens mij een verbetering zijn als de sectorale regelingen werden vervangen door één algemene regeling, eventueel met sectorale aanvullingen. Zolang echter de Europese (uitbestedings)regels sectoraal van opzet blijven en niet beter op elkaar worden afgestemd, is dat voor de nationale regelgever lastig te realiseren. Voor een consistente benadering van uitbesteding in de financiële markten komt het dan aan op een kruissectorale analoge toepassing van sectorale uitbestedingsregels.

---

108 Art. 38e, lid 2, sub a, Bgfo.

109 Art. 38e, lid 2, sub j, Bgfo.

110 Joosen 2009, p. 502-504.

111 Art. 34 Pw en art. 13 Bupw zijn weliswaar op alle pensioenuitvoerders van toepassing en dus ook op pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen. Dat geldt niet voor art 14 en 15 Bupw. Die zijn enkel van toepassing op pensioenfondsen.

112 Zo ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 241 (in het bijzonder voetnoot 7); De Greef & Weller 2013, p. 329-330; en De Vries & Paans 2014, p. 35.

Vanaf dit punt zal ik steeds toespitsen op de uitbestedingsregels die zijn gesteld bij of krachtens de Pensioenwet. Voor de uitleg daarvan zal ik veelvuldig aanknopen bij andere uitbestedingsregelingen. Evenzo zijn mijn bevindingen, hoewel toegespitst op de uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet, ook bruikbaar voor de uitleg van bepalingen uit andere uitbestedingsregelingen.

## 2.5 Reikwijdte van de uitbestedingsregels

Het is van belang om het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels vast te stellen. Wanneer een uitbesteding onder het toepassingsbereik valt, dient een pensioenfonds of financiële onderneming immers aan bepaalde eisen te voldoen. Bovendien kan de toezichthouder ingrijpen, wanneer de uitbesteder deze eisen niet of niet correct naleeft.

### 2.5.1 Het begrip “uitbesteding”

De uitbestedingsregels kennen geen aparte reikwijdtebepalingen. Het toepassingsbereik wordt slechts bepaald door de definitie van uitbesteding. Uitbesteding wordt niet in de Pensioenwet zelf gedefinieerd. Een definitie vindt men in het Bupw. Uitbesteding is daar gedefinieerd als:

- “het door een uitvoerder verlenen van een opdracht aan een derde tot het ten behoeve van die uitvoerder verrichten van werkzaamheden die deel uitmaken van:
- 1°. of voortvloeien uit het uitoefenen van het bedrijf; of
  - 2°. de wezenlijke bedrijfsprocessen ter ondersteuning daarvan”.<sup>113</sup>

In de Wft-definitie van uitbesteding luidt het gedeelte onder 1°: “die deel uitmaken van of voortvloeien uit het uitoefenen van haar bedrijf *of het verlenen van financiële diensten*”. Het in de vorige zin gecursiveerde deel ontbreekt in de Bupw-definitie. Het gecursiveerde deel heeft naar mijn mening ook geen toegevoegde waarde. Financiële diensten worden per definitie verleend door een financiële onderneming<sup>114</sup> en vallen daardoor automatisch onder de werkzaamheden die deel uitmaken van of voortvloeien uit het uitoefenen van haar bedrijf.

---

113 Art. 1 Bupw, onder “uitbesteding door een uitvoerder”.

114 Zie art. 1:1 Wft, onder de definities van “financiële onderneming” en “financiële dienst”.

Op het eerste gezicht lijken uit de definitie van uitbesteding *vier* criteria te destilleren. Het gaat dan om: 1) de dienstverlener is een “derde”, 2) de derde wordt ingeschakeld op basis van een overeenkomst van opdracht, 3) het betreft werkzaamheden die deel uitmaken van of voortvloeien uit het uitoefenen van het bedrijf of 4) het betreft werkzaamheden die deel uitmaken van de wezenlijke bedrijfsprocessen ter ondersteuning van het uitoefenen van het bedrijf.

Bij nadere beschouwing blijkt een overeenkomst van opdracht géén criterium te zijn. Dat onderbouw ik in par. 2.5.2.

In de definitie is gekozen voor een opbouw van werkzaamheden die tot de bedrijfsuitoefening behoren en, in aanvulling daarop, de daaraan ondersteunende werkzaamheden voor zover ze wezenlijk zijn. Die opbouw is begrijpelijk en geenszins onjuist, maar doet naar mijn smaak niet goed uitkomen waar het écht om gaat. Naar mijn mening gaat het enerzijds om de werkzaamheden die “eigen” zijn aan het bedrijf van de onderneming, en anderzijds om werkzaamheden die “wezenlijk” zijn.<sup>115</sup> Per saldo gaat het om dezelfde werkzaamheden. Daarbij doel ik met “eigen” werkzaamheden niet alleen op de werkzaamheden inzake de bedrijfsuitoefening, maar ook op de daaraan ondersteunende werkzaamheden. Tot de “wezenlijke” werkzaamheden behoren alle kernactiviteiten. Het criterium “wezenlijk” is daarom enkel van belang voor de ondersteunende werkzaamheden.

Ik kom daarmee tot de volgende drie cumulatieve criteria om de reikwijdte van de uitbestedingsregels te bepalen:

1. De dienstverlener is “een derde”.
2. De uitbesteding betreft “eigen werkzaamheden” van het pensioenfonds. Dat kunnen ook ondersteunende werkzaamheden zijn.
3. De uitbesteding betreft “wezenlijke werkzaamheden”. Daarbij gelden kernactiviteiten zonder meer als “wezenlijk”. De afbakening is vooral van belang bij ondersteunende werkzaamheden.

De door mij voorgestane opsomming sluit ook (beter) aan bij de definities en criteria die in de internationale en Europese richtlijnen worden gebruikt.

In de hiernavolgende subparagraaf licht ik eerst toe dat voor uitbesteding geen overeenkomst van opdracht is vereist. In de drie daarna volgende subparagrafen bespreek ik, aan de hand van de genoemde drie criteria, wanneer wel of niet sprake is van een toezichtsrelevante uitbesteding. Tot slot

---

115 Zo ook: Hendrikse, Van Huizen & Rinkes 2011, p. 91, voetnoot 40.

onderzoek ik in de vijfde subparagraaf van enkele situaties die bij het vermogensbeheer door pensioenfondsen veel voorkomen, of zij uitbesteding in de zin van de wet opleveren.

### 2.5.2 Geen overeenkomst van opdracht vereist

De Nederlandse definitie van uitbesteding bevat de term “verlenen van een opdracht”. Dat betekent niet dat een overeenkomst van opdracht vereist is om de inschakeling van een derde als uitbesteding te kwalificeren.<sup>116</sup> Opdrachten worden bijvoorbeeld ook verleend bij aanneming van werk en bij bewaarneming.

Dat de kwalificatie van de overeenkomst niet relevant is, blijkt duidelijker uit de internationale en Europese richtlijnen. Daar wordt gesproken van “use” van een derde partij,<sup>117</sup> “contracts” met een dienstverlener,<sup>118</sup> “gebruik van een derde partij”<sup>119</sup> en van “een overeenkomst van om het even welke vorm”.<sup>120</sup> Dat is ook begrijpelijk. Het gaat niet om de kwalificatie van de relatie met de dienstverlener, maar om de beheersing van de risico’s die de inschakeling van die dienstverlener meebrengen.

In de Nederlandse praktijk zal het bij uitbesteding niettemin meestal wel om een overeenkomst van opdracht gaan. Overeenkomsten die geen overeenkomst van opdracht zijn, vallen vaak om andere redenen af. Een uitzendovereenkomst levert geen “derde” op;<sup>121</sup> een overeenkomst van aanneming van werk betreft werkzaamheden die voor de meeste financiële ondernemingen niet “eigen” zijn;<sup>122</sup> een bewaarnemingsovereenkomst zal slechts zelden “wezenlijke” werkzaamheden betreffen.<sup>123</sup>

---

116 Aldus ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 241. Hoens meent daarentegen wel dat een overeenkomst van opdracht vereist is (Hoens 2009, p. 17 en voetnoot 8).

117 Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4; CEBS-richtlijnen 2006, guideline 1, sub a.

118 IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1.

119 Art. 17 Richtlijn betaaldienstverleners.

120 Art. 2, lid 6, Uitvoeringsrichtlijn MiFID en art. 13, lid 28, Solvency II.

121 Par. 2.5.3.3.

122 Dat kan anders liggen bij bijvoorbeeld een beleggingsinstelling die rechtstreeks belegt in vastgoed.

123 Men moet daarbij in het oog houden dat bewaarders en custodians niet worden ingeschakeld op grond van een bewaarnemingsovereenkomst in de zin van art. 7:600 e.v. BW. Essentieel bij bewaarneming is dat *dezelfde* zaken worden teruggegeven. Van bewaarders en custodians wordt gewoonlijk verwacht dat zij zaken van *dezelfde soort* teruggeven (Parl. Gesch. Boek 7, p. 392; Rutgers 1998, p. 10-12 met verdere wijzigingen).

Het kost moeite om een situatie te bedenken waarbij sprake kan zijn van uitbesteding zonder dat er een overeenkomst van opdracht is. Men kan denken aan de inschakeling door een pensioenfonds of een verzekeraar van een archiveringsbedrijf voor het bewaren van de papieren administratie.<sup>124</sup> Gebeurt de bewaring niet goed en geraken brondocumenten onleesbaar of onvindbaar, dan wordt de berekening van aanspraken van cliënten lastig of onmogelijk.<sup>125</sup>

### 2.5.3 “Een derde”

Uitbesteding impliceert logischerwijs dat *een derde* wordt ingeschakeld. Het moet gaan om een juridisch zelfstandig te onderscheiden entiteit.

#### 2.5.3.1 Delegatie binnen de organisatie

Om die reden kan er geen sprake zijn van uitbesteding wanneer werkzaamheden *binnen* de organisatie worden gedelegeerd. Dat is zelfs zo als de uitvoering van werkzaamheden wordt gedelegeerd naar een afdeling die fysiek is gevestigd in het (verre) buitenland.<sup>126</sup> Het blijft dan immers dezelfde rechtspersoon die de werkzaamheden uitvoert.<sup>127</sup>

#### 2.5.3.2 Groepsuitbesteding

Wordt echter een entiteit ingeschakeld die tot dezelfde groep van ondernemingen als het pensioenfonds behoort, dan is *wel* sprake van een derde. Met name marktpartijen hebben er in het verleden voor gepleit dat groepsuitbesteding niet onder het bereik van de uitbestedingsregels zou vallen.

---

124 De overeenkomst van bewaarneming is geen bijzondere vorm van de overeenkomst van opdracht. Zie de definitie van de overeenkomst van opdracht waar de overeenkomst van bewaarneming expliciet is uitgezonderd (art. 7:400, lid 1, BW). Zie Asser/Tjong Tjin Tai 2014, nr. 35 voor kritiek op deze keuze van de wetgever.

125 Dit is geen hypothetisch voorbeeld, maar ontleend aan de bevindingen van DNB in zijn Quinto-onderzoeken: Quinto-P (inzake pensioenfondsen) en Quinto-V (inzake verzekeraars).

126 Czech & Szlachetka 2009, p. 147.

127 Anders dan pensioenfondsen, kunnen diverse typen financiële ondernemingen ook via de figuur van het bijkantoor activiteiten in andere lidstaten van de EU ontplooiën. Omdat een bijkantoor geen juridisch zelfstandige entiteit is (art. 1:1 Wft, onder “bijkantoor”), is er ook geen sprake van uitbesteding wanneer een financiële onderneming werkzaamheden delegeert naar een bijkantoor.

Het argument daarvoor is dat de moedermaatschappij een toezichthoudende taak heeft ten aanzien van de werkzaamheden van de dienstverlenende groepsmaatschappij, zodat toepassing van de uitbestedingsregels een nodeloze, kostenverhogende last zou zijn.<sup>128</sup>

Deze gedachte is terecht nooit door regelgevers overgenomen.<sup>129</sup> Ook bij een groepsuitbesteding verliest de uitbesteder in potentie alle, maar altijd enige "control" op de uitvoering van de werkzaamheden. Het is juist het verlies aan "control" dat een potentieel gevaar vormt voor de rechten van cliënten of begunstigden en voor het toezicht door de toezichthouder. Ook het bestaan van groepsverbanden is geen garantie dat de dienstverlener adequaat zal presteren en haar werkzaamheden niet zal discontinueren.<sup>130</sup>

### 2.5.3.3 Detachering

Het komt veelvuldig voor dat een onderneming personeel inhuurt van een uitzendbureau. De Minister heeft het standpunt ingenomen dat zulke detachering geen uitbesteding oplevert. De gedetacheerden zijn immers werkzaam binnen de organisatie van de opdrachtgever en vallen daarom direct onder interne leidinggevers.<sup>131</sup>

Die opvatting is juist, voor zover men uitgaat van de wettelijke regeling van de uitzendovereenkomst in het BW.<sup>132</sup> Kort gezegd wordt bij een uitzendovereenkomst een werknemer van het uitzendbureau ter beschikking gesteld van de opdrachtgever om ten behoeve van het bedrijf van die opdrachtgever en onder diens toezicht en leiding werkzaamheden te verrichten.<sup>133</sup> De regeling van de uitzendovereenkomst ziet op "alle (...) soorten van driehoeksarbeidsrelaties".<sup>134</sup> Ze is echter beperkt tot die (uitzend)relaties waarbij de inlener de leiding en het toezicht heeft over de werkzaamheden van de uitgezonden. Het gaat bijvoorbeeld om de vervanging van

---

128 CEBS Feedback report 2006, nr. 8; Viswanathan 2005, p. 371.

129 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128-129. Voor de Wft: Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 34, p. 21. Zie verder: IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1; Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 12; CEBS-richtlijnen 2006, guideline 1, sub c en de commentaren in het CEBS Feedback report 2006. Zie ook art. 14, lid 4, Uitvoeringsrichtlijn MiFID dat een verlicht regime voor groepsuitbesteding mogelijk maakt en waaruit kan worden afgeleid dat groepsuitbesteding binnen het bereik van de uitbestedingsregels valt.

130 In gelijke zin: Inleidende toelichting Rob. Zie verder Chirico 2010, p. 93.

131 Stb. 2006, 519, p. 77.

132 Boek 7 BW, titel 10, afdeling 11.

133 Art. 7:690 BW.

134 Kamerstukken II, 1996-1997, 25263, nr. 6, p. 15.



zieken of het opvangen van een piekbelasting in de werkdruk. Het gaat, populairder gezegd, om de “levering van handjes”. Er is in dat geval geen sprake van een uitbesteding van werkzaamheden. De organisatie blijft de werkzaamheden zelf verrichten. In plaats van uitbesteding van werkzaamheden, worden veeleer externen de organisatie “ingetrokken”.<sup>135</sup>

In de praktijk worden de termen uitzendovereenkomst en detachering niet altijd in deze zin gebruikt. Sommige “detacheringen” kenmerken zich niet door de levering van “handjes”, maar door de levering van gespecialiseerde kennis zoals de implementatie van een nieuwe werkwijze of een protocol. Het gaat bijvoorbeeld om consultants en sommige interim-managers. In zulke gevallen kan het de bedoeling zijn dat de dienstverlener met een grote mate van zelfstandigheid werkt. De opdrachtgever kan vaak zelfs geen (adequate) leiding geven of toezicht houden. De gedetacheerde verricht de werkzaamheden weliswaar binnen de bedrijfsruimtes van de opdrachtgever. Toch kan men moeilijk volhouden dat de gedetacheerde de *organisatie* van de opdrachtgever wordt ingetrokken. Deze gedetacheerden organiseren hun werkzaamheden juist zelf. De bijzonderheid dat de gedetacheerde de werkzaamheden in de bedrijfsruimtes van de opdrachtgever verricht in plaats van in eigen bedrijfsruimtes, doet er niet aan af dat het om een zelfstandige derde gaat. Wordt ook aan de overige voorwaarden voldaan, dan is er dus toch sprake van uitbesteding in de zin van de wet.

#### 2.5.4 “Eigen” werkzaamheden

Het bereik van de uitbestedingsregels is verder beperkt tot werkzaamheden die verband houden met de uitoefening van het bedrijf. Het kan daarbij gaan om werkzaamheden die deel uitmaken van of voortvloeien uit die bedrijfsuitoefening, of van de bedrijfsprocessen ter ondersteuning

---

135 Zie, in vergelijkbare zin, (maar in een fiscale zaak) de conclusie van Plv A-G Overgaauw onder HR 7 november 2003, BNB 2004, 66 m.nt. Van Hilten (Staatssecretaris van Financiën / Fiscale Eenheid X C.S.), onder nr. 7.2.1: “C heeft de werkzaamheden niet, zoals bij “outsourcing” of “uitbesteding” gebruikelijk is, buiten haar organisatie geplaatst, maar in plaats daarvan belanghebbende voor de uitoefening van die werkzaamheden binnen haar organisatie getrokken”.

Als gezegd zij opgemerkt dat deze uitspraak een fiscale zaak betrof. Het betrof hier niet de uitleg van het begrip uitbesteding in de zin van de Wft of het Pw. Het betrof de uitleg van de vraag of een opdrachtnemer in het licht van de omzetbelasting als zelfstandig beschouwd kon worden.

daarvan.<sup>136</sup> De wetsgeschiedenis verduidelijkt: “Er is alleen dan sprake van uitbesteden indien het betreft het uitbesteden van werkzaamheden die *normal* worden verricht binnen de financiële onderneming die uitbesteedt”.<sup>137</sup>

Een dergelijke afbakening werd voor het eerst ingevoegd in de internationale richtlijnen uit 2005 en 2006. Zo staat er in de IOSCO-richtlijnen “the performance of any aspect of the outsourcing firm’s regulated or unregulated functions that could otherwise be undertaken by the entity itself”.<sup>138</sup> Dit wordt als volgt verduidelijkt: “It is intended to include only those services that were or can be delivered by internal staff and management”.<sup>139</sup> Ook in de Uitvoeringsrichtlijn MiFID en in Solvency II wordt deze beperking expliciet gemaakt.<sup>140</sup>

Het is niet van belang of een onderneming bepaalde activiteiten nooit zelf heeft verricht, maar deze van meet af aan heeft uitbesteed. Waar het om gaat is dat de activiteiten geacht moeten worden tot de bedrijfsuitoefening te behoren.<sup>141</sup>

Ik zal deze activiteiten hierna de werkzaamheden noemen die “eigen” zijn aan de uitoefening van het bedrijf of kortweg de “eigen” werkzaamheden.

---

136 In die zin ook de Inleidende toelichting Rob: “Het gaat bij uitbesteding van (deel) processen steeds om risico’s die een materiële invloed kunnen hebben op de financiële prestaties, financiële positie, continuïteit of reputatie van de instelling. Voor deze beoordeling is een onderscheid tussen bancaire en ondersteunende processen als zodanig niet relevant”.

137 Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 34, p. 21.

138 IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1. Het Joint Forum en de CEBS drukken zich in gelijke zin uit. Zo staat er in de Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4: “activities (...) that would normally be undertaken by the regulated entity”; en in de CEBS-richtlijnen 2006, guideline 1, sub a: “activities that would normally be undertaken by the authorized entity”.

139 IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1.

140 Art. 2, lid 6, Uitvoeringsrichtlijn MiFID: “een proces, een dienst of een activiteit (...) die anders door de beleggingsonderneming zelf zou worden verricht”. Art. 13, lid 28, Solvency II: “een proces, een dienst of een activiteit (...) die anders door de verzekerings- of herverzekeringsonderneming zelf zou worden uitgevoerd”. Het is opmerkelijk dat in andere Europese richtlijnen überhaupt geen definitie van uitbesteding wordt gegeven. Aangenomen moet maar worden dat voor deze richtlijnen eenzelfde afbakening geldt.

141 Zo ook: Czech & Szlachetka 2009, p. 148: “Both, the functions that have been initially undertaken by the firm itself and subsequently mandated to a service provider, and the functions that have been outsourced from the beginning, fall under the definition”.

#### 2.5.4.1 Activiteiten die het fonds zelf niet uitvoeren kan

Activiteiten die een pensioenfonds niet zelf kán uitvoeren, zijn geen activiteit die “eigen” zijn aan de bedrijfsvoering van een pensioenfonds. Zij vallen dan ook niet onder het bereik van de uitbestedingsregels.<sup>142</sup>

De wijze waarop gereguleerde markten zijn georganiseerd brengt bijvoorbeeld mee dat pensioenfondsen geen directe toegang hebben tot deze gereguleerde markten. Voor die toegang moeten zij een “broker” inschakelen die bij die gereguleerde markt is aangesloten. Die inschakeling kwalificeert niet als uitbesteding. Bovendien moeten zij een effectenrekening aanhouden bij een custodian waarop de aangekochte waarden worden bijgeschreven. Ook dat levert geen uitbesteding op.<sup>143</sup>

Het niet kunnen uitvoeren van bepaalde activiteiten moet men ruim opvatten. Zo is er ook geen sprake van uitbesteding wanneer een *vermogensbeheerder* een “broker” inschakelt. Weliswaar zijn zij allebei beleggingsondernemingen; hun bedrijfsactiviteiten zijn geheel verschillend.<sup>144</sup> De zaken liggen anders wanneer een vermogensbeheerder die zelf *tevens* “broker” is, een derde als “broker” inschakelt. In dat geval gaat het wel om “eigen” activiteiten en is er ook sprake van uitbesteding.

Soms zijn instellingen *verplicht* om een dienstverlener in te schakelen. Zo moeten pensioenfondsen een jaarrekening opstellen en deze laten ondertekenen door een externe accountant.<sup>145</sup> Ook moeten zij de aan DNB te leveren staten, periodiek laten waarmerken door een actuaaris.<sup>146</sup> Op basis van de definitie van uitbesteding, kan men menen dat een dergelijke inschakeling een vorm van uitbesteding is, omdat de activiteit *voortoloeit* uit de uitoefening van het bedrijf. Gelet op de tekst in de internationale en Europese

142 Czech & Szlachetka 2009, p. 148. Het betoog van Czech & Szlachetka ziet op de beleggingsonderneming waarvoor in art. 2, lid 6 van de Uitvoeringsrichtlijn MiFID een vergelijkbare beperking tot “een proces, een dienst of een activiteit (...) die anders door de beleggingsonderneming zelf zou worden verricht” is opgenomen. Zij geven drie voorbeelden van activiteiten die een beleggingsonderneming niet zelf kan uitvoeren: (1) de levering van post- en telecommunicatiediensten aan een beleggingsonderneming, (2) het aanhouden door een beleggingsonderneming van een bankrekening bij een kredietinstelling, en (3) de deelname door een beleggingsonderneming in een nationaal effectenafwikkelingssysteem.

143 Evenzo, zij het met betrekking tot beleggingsondernemingen, Czech & Szlachetka 2009, voetnoot 9.

144 Zo ook: Van Setten 2009, nr. 7.37. De term “beleggingsonderneming” is eigenlijk vooral een verzamelterm voor een verscheidenheid aan ondernemingen, zoals ook “financiële onderneming” een verzamelterm is.

145 Art. 146 Pw jo. art. 2:393, lid 1, BW.

146 Art. 147, lid 3, sub h, Pw. Een actuaaris is een “levensverzekeringswiskundige”.

richtlijnen moet de conclusie echter zijn dat er géén sprake is van uitbesteding, omdat het een activiteit is die het pensioenfonds zelf niet kán verrichten.<sup>147</sup> Toepassing van de uitbestedingsregels zou betekenen dat het pensioenfonds verantwoordelijk wordt voor de inhoud van de actuaris- of accountantsverklaring. Het pensioenfonds kan daar echter niet voor verantwoordelijk worden gehouden: het behoort niet tot zijn werkerterrein en zou bovendien in strijd komen met de, eveneens voorgeschreven, onafhankelijkheid van de actuaris en de accountant.<sup>148</sup> Uiteraard is het fonds er wel voor verantwoordelijk dát een accountant wordt ingeschakeld en dat het zijn zaken op orde heeft zodat de accountant een goedkeurende verklaring kán afgeven.

#### 2.5.4.2 Verplichte uitbesteding

In het verleden zijn er in Nederland plannen geweest om pensioenfondsen te verplichten het vermogensbeheer uit te besteden.<sup>149</sup> In diverse Europese landen zijn pensioenfondsen daar ook daadwerkelijk toe verplicht.<sup>150</sup>

Ook wanneer een pensioenfonds of een financiële onderneming verplicht is een kerntaak uit te besteden, kan het die taak niet meer zelf verrichten. In dergelijke gevallen zijn de uitbestedingsregels echter toch van toepassing. Het criterium van de “eigen” werkzaamheden of “functions that could otherwise be undertaken by the entity itself” beoogt om activiteiten die niet of nauwelijks aan de bedrijfsvoering gerelateerd zijn buiten het bereik van de uitbestedingsregels te houden. Dat kan er niet toe leiden dat onder omstandigheden kernactiviteiten buiten het bereik van de uitbestedingsregels vallen.<sup>151</sup>

---

147 Zo ook: Czech & Szlachetka 2009, p. 147, ook in combinatie met voetnoot 9.

148 Voor de accountant is dat vastgelegd in art. 21 Wta; voor de actuaris in art. 148 Pw.

149 Kamerstukken II, 2006-2007, 30413, nr. 96. Zie ook Langemeijer 2005, p. 159 en Langemeijer 2007.

150 CEIOPS Report on outsourcing by IORPs 2008, p. 7-10.

151 Anders: Czech & Szlachetka 2009, p. 147. Het blijkt overigens dat een activiteit die in het ene land als niet-uitbestedbare kerntaak wordt beschouwd, in een ander land als uitbestedbaar geldt of zelfs verplicht moet worden uitbesteed (CEIOPS Report on outsourcing by IORPs 2008, p. 7-10).

### 2.5.5 “Wezenlijke” werkzaamheden

Met de term “wezenlijke” in de definitie van uitbesteding is “tot uitdrukking gebracht dat de regels voor uitbesteding niet voor elke werkzaamheid van belang zijn”.<sup>152</sup> Om de reikwijdte te beperken is daarom een materialiteitsdrempel ingevoegd.<sup>153</sup> Die materialiteitsdrempel wordt in de verschillende regelingen met verschillende termen aangeduid.<sup>154</sup> Ze komt echter telkens op hetzelfde neer: een beperking van de reikwijdte van de uitbestedingsregels tot de voor het toezicht relevante werkzaamheden.<sup>155</sup>

#### 2.5.5.1 Kerntaken en ondersteunende bedrijfsprocessen

In de Nederlandse definitie van uitbesteding is de term “wezenlijke” enkel toegevoegd met betrekking tot de ondersteunende bedrijfsprocessen. De kerntaken of “werkzaamheden die deel uitmaken van of voortvloeien uit de uitoefening van het bedrijf” moeten zonder meer als “wezenlijk” worden beschouwd en dus als toezichtsrelevant. Dat is ook logisch. Deze bedrijfsprocessen houden immers direct verband met de uitvoering van de gereuleerde activiteiten, zodat uitbesteding hiervan direct het toezicht raakt. Voor pensioenfondsen gaat het dan op de eerste plaats om a) de algemene risicobeheersing, b) de administratieve uitvoering van een pensioenregeling, c) het beheer van het pensioenvermogen, en d) de informatieverschaffing aan de begunstigden.<sup>156</sup>

Het is bij uitbesteding van deze kerntaken dus niet relevant of de (financiële) risico’s in het concrete geval heel klein (lijken te) zijn. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer een pensioenfonds een vermogensbeheerder

152 Toelichting op het Bupw in Kamerstukken II, 2005-2006, 30655, nr. 17, p. 20-21 en, voor de Wft, Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 51 (Amendement Van Egerschot-De Haan).

153 Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 51 (Amendement Van Egerschot-De Haan), p. 1.

154 Als termen worden gebruikt: “kritieke of belangrijke operationele taken” (MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID, Solvency II), “belangrijke operationele taken” (Richtlijn betaaldienstverleners), “material activities” (internationale richtlijnen).

155 Om die reden ook heeft de wetgever bij de implementatie van de Uitvoeringsrichtlijn MiFID de definitie van uitbesteding niet willen aanpassen. De beperking tot “wezenlijke activiteiten” komt overeen met een beperking tot “kritieke of belangrijke operationele taken” (Nota van toelichting bij het Besluit gereuleerde markten Wft, Stb. 2007, 407, p. 56). Om dezelfde reden voegen art. 32a Bpr en art. 38k Bgfo, die bepalen dat enkele uitbestedingsbepalingen voor betaalinstanties en elektronisch-geldinstellingen slechts van toepassing zijn voor zover het “belangrijke werkzaamheden” betreft, niets toe. Deze artikelen kunnen worden geschrapt.

156 Commissie Staatsen 2003, p. 18.

een passieve beheersopdracht geeft over een kleine portefeuille. Ook dan is er sprake van een “wezenlijke” uitbesteding, omdat elke uitbesteding van een kerntaak direct het toezicht raakt.

### 2.5.5.2 Nederlandse Parlementaire Geschiedenis

Bij ondersteunende bedrijfsprocessen ligt het minder voor de hand dat het toezicht geraakt wordt,<sup>157</sup> zodat een nadere afbakening inderdaad zinvol is. Uit de Parlementaire Geschiedenis haalt Joosen<sup>158</sup> de volgende voorbeelden van niet-relevante processen: facilitaire werkzaamheden, catering, schoonmaakwerkzaamheden, de levering (inkoop) van gestandaardiseerde producten zoals kantoorinventaris, de levering van marktinformatie (met inbegrip van markt- en koersinformatiediensten), de inhuur van externen zoals uitzendkrachten en gedetacheerde ICT’ers, de inwinning van (al dan niet juridisch) advies, opleiding van personeel, factureringsdiensten, beveiliging. Deze voorbeelden vinden hun oorsprong deels in de Rob en deels in de Uitvoeringsrichtlijn MiFID.<sup>159</sup>

Deze voorbeelden leren ons echter weinig over de scheidslijn tussen wezenlijke en niet-wezenlijke (ondersteunende) bedrijfsprocessen. De voorbeelden zien ook niet op deze scheidslijn. De inhuur van externen zoals uitzendkrachten en gedetacheerde ICT’ers betreft geen “derden”.<sup>160</sup> De overige werkzaamheden zoals catering, opleiding van personeel, beveiliging van kantoorpanden, enzovoort zijn activiteiten die geen deel uitmaken van de bedrijfsvoering van een pensioenfonds of financiële onderneming.<sup>161</sup>

---

157 Ik zou overigens menen dat het niet alleen om het toezicht gaat, maar vooral om het met dat toezicht te bereiken doel: de bescherming van de pensioengerechtigden. Onder de Wft gaat het overigens niet alleen om bescherming van beleggers, maar ook om de adequate functionering van de financiële markten (Grundmann-van de Krol 2012, p. 28-30).

158 Joosen 2009, p. 469-470. Zijn bijdrage ziet op beleggingsondernemingen en stamt al uit 2009. In de parlementaire geschiedenis op de Pensioenwet worden evenwel geen andere voorbeelden aangehaald.

159 Art. 13, lid 2, Uitvoeringsrichtlijn MiFID zondert bepaalde taken expliciet uit van het bereik van de uitbestedingsregels uit deze richtlijn.

160 Zie par. 2.5.3.3.

161 In de parlementaire geschiedenis is nog geopperd dat, hoewel de inwinning van (juridisch) advies geen uitbesteding oplevert, dit anders kan liggen bij een rechtsbijstandverzekeraar die in natura uitkeert (Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 51 (Amendement Van Egerschot-De Haan). Ook dan is er naar mijn mening geen sprake van uitbesteding. Zie par. 2.5.8.1.

### 2.5.5.3 Solvency II, MiFID en CEBS-richtlijnen

In de Uitvoeringsrichtlijn MiFID worden “wezenlijke werkzaamheden” omschreven als taken die bij een gebrekkige of tekortschietende uitvoering ervan, wezenlijke nadelige gevolgen zouden hebben voor de uitbesteder voor de naleving van zijn verplichtingen, voor zijn financiële resultaten of de soliditeit of continuïteit van zijn bedrijfsvoering.<sup>162</sup> In Solvency II worden de “wezenlijke werkzaamheden” omschreven in termen van de gevolgen waartoe ze niet mogen leiden. Die gevolgen zijn: (a) wezenlijke afbreuk aan de kwaliteit van het governancestelsel, (b) onnodige toename van het operationele risico, (c) afbreuk aan het vermogen van de toezichthouder om te controleren of de onderneming haar verplichtingen nakomt, en (d) ondermijning van de continuïteit of toereikendheid van de dienstverlening aan de cliënten. In de CEBS-richtlijnen zijn ze opgesomd als (i) werkzaamheden van zulk belang dat enig tekortschieten in de uitvoering ervan een significant effect kan hebben op het vermogen van de gereguleerde onderneming om aan haar wettelijke verplichtingen te voldoen of op de continuïteit van haar bedrijfsvoering; (ii) werkzaamheden waarvoor een vergunning vereist is; (iii) werkzaamheden die een significante invloed hebben op het risicobeheer; of (iv) het risicobeheer zelf.<sup>163</sup>

---

Joosen 2009, p. 470 plaatst nog een kritische noot bij het oordeel dat de levering van marktinformatie (aan beleggingsondernemingen) geen “wezenlijke” activiteit is. Hij wijst daarbij op de nauwe betrokkenheid van beleggingsondernemingen en marktexploitanten bij de prijsvorming op financiële markttransacties. Een gebrekkige dienstverlening aan de beleggingsonderneming zou dan van grote invloed kunnen zijn op de adequate werking van de financiële markt. Zijn bezwaar deel ik niet. De productie van marktinformatie is geen “eigen” activiteit van een beleggingsonderneming, zodat er ook geen sprake is van uitbesteding. Dat is niet anders wanneer (het gebrek aan) de kwaliteit van de ingekochte informatie een bedreiging is voor het functioneren van de financiële markt. Als dat inderdaad het geval is, dan ligt het op de weg van de regelgever om deze (financiële) dienstverleners onder toezicht te stellen.

162 Art. 13, lid 1, Uitvoeringsrichtlijn MiFID. De letterlijke tekst luidt: “Voor de toepassing van artikel 13, lid 5, eerste alinea, van Richtlijn 2004/39/EG wordt een operationele taak als kritiek of belangrijk aangemerkt indien een gebrekkige of tekortschietende uitvoering ervan wezenlijke nadelige gevolgen zou hebben voor de voortdurende inachtneming door een beleggingsonderneming van de vergunningsvoorwaarden en -verplichtingen of andere verplichtingen waaraan zij uit hoofde van Richtlijn 2004/39/EG onderworpen is, dan wel voor haar financiële resultaten of de soliditeit of continuïteit van haar beleggingsdiensten en -activiteiten”.

163 Guideline 1, sub f, CEBS-richtlijnen 2006. De letterlijke tekst luidt: “(i) activities of such importance that any weakness or failure in the provision of these activities could

#### 2.5.5.4 IOSCO- en Joint Forum-richtlijnen

De richtlijnen van het Joint Forum en de IOSCO bevatten een (niet-limitatieve) lijst van steuncriteria, die zijn bedoeld als hulp bij het bepalen welke uitbestedingen wezenlijk zijn. Die bedoeling is niet helemaal geslaagd, maar de lijst biedt toch bruikbare handvatten. Op de (beperkingen aan de) bruikbaarheid ga ik hierna in. De lijst bevat de volgende criteria:<sup>164</sup>

- a. de financiële en operationele consequenties alsook eventuele reputatieschade wanneer de dienstverlener tekortschiet;
- b. hoe de uitbesteding de mogelijkheden van de uitbesteder beïnvloedt om te voldoen aan de op haar rustende wettelijke verplichtingen, ook wanneer deze verplichtingen wijzigen;
- c. de mogelijke schade voor cliënten van de uitbesteder wanneer de dienstverlener tekortschiet;
- d. de mate waarin een tekortschieten van de dienstverlener van invloed is op de eigen dienstverlening aan cliënten;
- e. de omvang van de kosten;
- f. het bestaan van groepsverbanden tussen de uitbesteder en de dienstverlener;
- g. de vraag of de dienstverlener zelf onder (financieel) toezicht staat;
- h. hoe moeilijk het is en hoeveel tijd het kost om, zo nodig, een alternatieve dienstverlener te vinden of de uitbestede activiteiten weer zelf te verrichten;
- i. de mate waarin de uit te besteden activiteiten verknoopt zijn met andere activiteiten van de uitbesteder;
- j. de complexiteit van de uitbestedingsconstructie.<sup>165</sup>

---

164 have a significant effect on the authorised entity's ability to meet its regulatory responsibilities and/or to continue in business; (ii) any other activities requiring a license from the supervisory authority; (iii) any activities having a significant impact on its risk management; and (iv) the management of risks related to these activities". IOSCO-richtlijnen 2005, p. 3 en Joint Forum-richtlijnen 2005, principle II. Er is een zeer grote mate van overlap tussen de lijsten met steuncriteria van de IOSCO en van het Joint Forum. Het steuncriterium onder d staat evenwel slechts in de IOSCO-richtlijnen 2005 genoemd. De steuncriteria onder i en j staan slechts in de Joint Forum-richtlijnen 2005 genoemd.

165 Als voorbeeld wordt gegeven de situatie dat meerdere dienstverleners met elkaar moeten samenwerken om een uitbestede functie te verrichten.



#### 2.5.5.5 “Wezenlijk” in het licht van de ratio van de uitbestedingsregels

Deze opsommingen zijn naar mijn mening allemaal niet onjuist, maar laten het verband met de ratio van de uitbestedingsregels niet goed uitkomen. De ratio van die regels is dat de uitbestedende onderneming “in control” moet blijven over de uitbestede werkzaamheden met het oog op de nakoming van haar verplichtingen jegens cliënten en toezichthouder. “Wezenlijke” werkzaamheden zijn daarom naar mijn mening op te sommen als die werkzaamheden waarbij problemen in de uitvoering kunnen leiden tot tekortkomingen in de nakoming van de verplichtingen van de onderneming tegenover (1) haar cliënten of (2) haar toezichthouder. In feite duidt het criterium “wezenlijke activiteiten” vooral op een beperking tot activiteiten waaraan *wezenlijke risico's* zijn verbonden voor de nakoming van de verplichtingen van de onderneming.

Tot de verplichtingen tegenover de toezichthouder behoort niet alleen de verplichting “in control” te blijven over de uitbestede werkzaamheden, maar ook de prudentiële en gedragsverplichtingen. Een praktische wijze om de wezenlijke werkzaamheden te bepalen is daarom door de vraag te stellen of problemen in de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden kunnen leiden tot (i) belemmering van het toezicht door de toezichthouder, (ii) nadeel voor de cliënt, of (iii) nadeel voor de uitbestedende onderneming.

Deze opsomming vergt eveneens een nadere invulling. De lijst met steuncriteria van de IOSCO en het Joint Forum kan hierbij als startpunt dienen. Men zij er echter op bedacht dat ze een niet-uitputtende lijst is. Een “afvinklijst” is ook niet te geven. Bovendien moeten ook deze steuncriteria worden beoordeeld tegen de specifieke achtergronden van de uitbestedende onderneming. Een uitbestedingsproject met een begroting van € 100.000 is voor het ene pensioenfonds een bijzaak, voor het andere pensioenfonds een halszaak.

Voorts moet men zich realiseren dat het risiconiveau van een uitbesteding kan wijzigen. De kostenomvang van een uitbestedingsproject wordt bijvoorbeeld van groter belang wanneer de dienstverlener in een financieel kwetsbare positie terecht komt. Economische en technische ontwikkelingen kunnen het daarentegen makkelijker maken om een dienstverlener “in te ruilen”. Het is daarom van belang dat pensioenfondsen periodiek nagaan of uitbestedingsrelaties die voorheen als niet-toezichtsrelevant golden, nadien alsnog toezichtsrelevant zijn geworden en moeten worden aangepast om te voldoen aan de wettelijke voorschriften voor wezenlijke uitbestedingen. Nog beter is het natuurlijk om uitbestedingsrelaties reeds op voorhand aan de uitbestedingsregels te laten voldoen als

men in redelijkheid kan verwachten dat zij in de toekomst toezichtsrelevant kunnen worden. Die overeenkomsten hoeven dan niet meer te worden aangepast. Bovendien zijn ook niet-toezichtsrelevante uitbestedingen niet geheel risicovrij en kan het zinvol zijn om daar op proportionele wijze de uitbestedingsregels op toe te passen.<sup>166</sup>

#### 2.5.5.6 Wezenlijkheid en proportionaliteit

De afbakening van werkzaamheden die al of niet “wezenlijk” zijn, suggereert een haarscherpe tweedeling. Werkzaamheden zijn ofwel wezenlijk, of niet. Bij de (Uitvoeringsrichtlijn) MiFID en Solvency II zou het zelfs gaan om een driedeling van onbelangrijke operationele taken, belangrijke operationele taken en operationele taken die van kritiek belang zijn.<sup>167</sup>

In werkelijkheid is van een haarscherpe twee- of driedeling geen sprake, maar is er een glijdende schaal van niet-wezenlijke, naar wezenlijke, naar zéér wezenlijke werkzaamheden. Een adequate beheersing van (of “control” over) werkzaamheden (ongeacht of er sprake is van uitbesteding in de zin van de wet) impliceert dat de beheersingsmaatregelen zijn aangepast op het risiconiveau. Hieruit volgt enerzijds dat wanneer een derde is ingeschakeld, maar de relatie niet aan de “wezenlijkheids-eis” voldoet, beheersingsmaatregelen toch op hun plaats zijn. Het ligt dan voor de hand om voor een soepele toepassing van de uitbestedingsregels te kiezen.<sup>168</sup> Anderzijds volgt hieruit dat men bij een uitbesteding (in de zin van de wet) niet kan volstaan met “het afvinken” van de sectorale uitbestedingsregels. Steeds moet men bezien of de genomen beheersingsmaatregelen volstaan met het oog op de gelopen risico’s. Naarmate het karakter van een uitbesteding steeds wezenlijker wordt, moeten ook steeds verdergaande maatregelen worden genomen. Waar het steeds op aan komt, is of het geheel van genomen maatregelen toereikend is om de met de uitbesteding gepaard gaande risico’s adequaat te beheersen.<sup>169</sup>

---

166 IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1 en Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4: “Even where the activity is not material, the outsourcing entity should consider the appropriateness of applying the principles”. Dit gebeurt ook in de praktijk (De Vries & Paans 2014, p. 20).

167 Art. 13, lid 5, MiFID en art. 274, Gedelegeerde Solvency II-verordening. Zo ook Van den Hurk 2014, p. 44, die opmerkt dat er maar weinig activiteiten zullen zijn waarvan het wenselijk is dat de uitbestedingsregels worden toegepast, hoewel ze niet kritiek of belangrijk zijn.

168 Zie voetnoot 170, hiervoor.

169 In gelijke zin: Silverentand & Van der Eerden 2014, p. 75-76.

De lijst met steuncriteria van de IOSCO en het Joint Forum kan men ook in die zin opdelen. De steuncriteria a tot en met e zien vooral op redenen die ertoe nopen om “in control” te zijn en daarmee op de vraag *of* er sprake is van wezenlijke werkzaamheden (en de uitbestedingsregels moeten worden toegepast). De steuncriteria f tot en met j zien meer op omstandigheden die de risico’s kunnen verkleinen of juist vergroten.<sup>170</sup> Zij zijn behulpzaam bij het bepalen of *extra* zorgvuldigheid (en inzet van beheersingsmaatregelen) nodig is om “in control” te zijn. Deze steuncriteria f tot en met j geven daarmee uitdrukking aan het proportionaliteitsbeginsel. Risicovergroten omstandigheden nopen tot het nemen van extra beheersingsmaatregelen; risicoverkleinende omstandigheden laten toe dat de onderneming volstaat met minder maatregelen.<sup>171</sup>

#### 2.5.6 Uitzondering op de regel bij beleggingsinstellingen?

Hierboven bleek dat ondersteunende werkzaamheden slechts onder het bereik van de uitbestedingsregels vallen voor zover zij “wezenlijk” zijn. De achterliggende ratio is dat niet elke activiteit voor het toezicht van belang is. De AIFMD *lijkt* op deze regel een uitzondering te vormen. Dat geldt in mindere mate ook voor de Icb 5-richtlijn. Daardoor rijst de vraag of de Nederlandse definitie van uitbesteding in de Wft een juiste implementatie vormt van de AIFMD en de Icb 5-richtlijn.

Noch de AIFMD, noch de Icb 5-richtlijn bevat een definitie van uitbesteding waarin de reikwijdte is beperkt tot de “wezenlijke” taken. In de voorafgaande overwegingen in de AIFMD is niettemin expliciet opgenomen dat de “strikte beperkingen en eisen” aan uitbesteding slechts van toepassing zijn op de “kerntaken” van een alternatieve beheerder of alternatieve bewaarder. Ze zijn uitdrukkelijk niet van toepassing op hun ondersteunende werkzaamheden.<sup>172</sup> Voor de alternatieve beheerder zijn zulke

---

170 De Joint Forum-richtlijnen noemen “internationale uitbesteding” nog als risicoverhogende omstandigheid (Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 12, onder “country risk”).

171 Zie par. 2.3.4. CEBS-richtlijnen 2006, p. 2: “The concept of proportionality, as laid down in the provisions of the Directive 2006/48/EC applies also to outsourcing and its policy which will be expected to be related to the size of the institutions as well as to the sophistication and diversification of the outsourced activities. Supervisory authorities will adapt their approach to outsourcing to ensure it is proportionate to the nature, scale and complexity of the outsourced activities of an institution”.

172 Overwegingen 31 en 42, AIFMD. Wat ik hier met “kerntaken” heb samengevat, wordt in deze overwegingen aangeduid als “beheerstaken” (bij beheerders) en “het toezicht op de cash flow, de bewaring van activa en de toezichtsfuncties” (bij bewaarders).

ondersteunende taken ook uitdrukkelijk opgesomd. Het gaat bepaald niet om onbelangrijke taken, zoals wettelijk verplichte vastleggingen, toezicht op de naleving van de regelgeving, bijhouden van een deelnemersregister, verhandeling van deelnemingsrechten en beheer van vastgoed.<sup>173</sup> Ook ESMA benadrukt dat de uitbestedingsregels niet van toepassing zijn op ondersteunende werkzaamheden.<sup>174</sup> Dit is een opmerkelijk standpunt. Als inderdaad alle ondersteunende werkzaamheden, ook de wezenlijke, buiten het bereik van de uitbestedingsregels vallen, dan breekt dit met de systematiek in elke andere uitbestedingsregeling.

Ik meen echter dat de tekst van de AIFMD niet dwingt tot deze uitleg. Zij kan ook worden geïnterpreteerd in lijn met de hierboven door mij weergegeven systematiek zoals die ook in alle andere uitbestedingsregelingen voorkomt. Dat geldt dan des te meer voor de Icb 5-richtlijn, waar de genoemde overwegingen niet voorkomen.

Naar de tekst hoeft een uitbesteding van (wezenlijke) ondersteunende werkzaamheden weliswaar niet aan de AIFMD-uitbestedingsvoorschriften te voldoen. Dat betekent nog niet dat deze werkzaamheden “over de schutting gegooid” kunnen worden in de hoop dat de dienstverlener geen brokken maakt. Zo moet een beheerder over het beheer verantwoording afleggen aan de toezichthouder en de deelnemers. Heeft hij de administratie uitbesteed en schiet de uitvoering daarvan door de dienstverlener tekort, dan kan hij die verantwoording niet (op deugdelijke wijze) afleggen. Het doet niets af aan zijn verplichting om die verantwoording af te leggen. Heeft de beheerder het beheer van vastgoed uitbesteed en schiet dat beheer tekort, dan kan de beleggingsinstelling aanzienlijke vermogensverliezen leiden. De beheerder schiet dan tekort in zijn zorgplicht jegens de deelnemers.

Ook al valt de uitbesteding van zulke wezenlijke ondersteunende werkzaamheden op grond van de letterlijke tekst niet onder de AIFMD-uitbestedingsvoorschriften, een “over de schutting gooien” is wel een schending van de eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering.<sup>175</sup> Daarin ligt ook de ratio van de uitbestedingsregels: om een beheerste en integere bedrijfsvoering ook bij uitbesteding te garanderen, moet de uitbesteder

---

173 Overweging 31 jo. Bijlage 1, AIFMD.

174 ESMA Advice on implementing measures AIFMD 2011, p. 123-124.

175 Art. 18 AIFMD. De term “beheerste en integere bedrijfsvoering” wordt hier niet gebruikt. Het is de in de Wft gebruikte term die goed samenvat wat in dit artikel wordt genoemd.

maatregelen nemen om “in control” te blijven.<sup>176</sup> Neemt hij geen maatregelen, dan is hij als een beveiligingsbedrijf dat de hoofdingang potdicht beveiligd, maar de achteringang ongemoeid laat. Welke maatregelen de alternatieve beheerder of bewaarder bij de uitbesteding van wezenlijke ondersteunende taken moet nemen, is weliswaar niet voorgeschreven. Dat geeft hem (meer) vrijheid in zijn keuze van te nemen maatregelen. Het laat hem echter niet de keus óf hij maatregelen neemt. Het ligt daarbij voor de hand om aan te sluiten bij de AIFMD-uitbestedingsregels, hoewel dat niet dwingend is voorgeschreven.

Mogelijk staat ook de Europese Commissie een ruimere reikwijdte van de AIFMD-uitbestedingsregels voor dan op het eerste gezicht lijkt. In ieder geval noemt zij als voorbeelden van ondersteunende werkzaamheden die niet onder het bereik van de uitbestedingsregels vallen, enkel werkzaamheden die toch al niet als “wezenlijk” zijn aan te merken.<sup>177</sup>

### 2.5.7 *Enkele uitbestedingsvarianten*

#### 2.5.7.1 Groepsuitbesteding

Een uitbesteding aan een dienstverlener die deel uitmaakt van dezelfde groep van ondernemingen valt binnen het bereik van de uitbestedingsregels.<sup>178</sup> Het bestaan van groepsverbanden geeft mogelijk enige “control”. De moedermaatschappij binnen een groep heeft immers een toezichhoudende taak ten aanzien van de werkzaamheden van de dienstverlenende groepsmaatschappij.<sup>179</sup> De groepsbanden vormen echter geen garantie voor een vlekkeloze uitvoering. Voor de vraag of een uitbesteding “wezenlijk” is, is het daarom niet relevant of de dienstverlener deel uitmaakt van de groep van ondernemingen waartoe de uitbesteder behoort.

Het is wel voorstelbaar dat het bestaan van groepsverbanden rechtvaardigt dat de uitbesteder met minder (overige) beheersingsmaatregelen volstaat. Enkele uitbestedingsregelingen voorzien dan ook in een gemitigeerd regime

---

176 Zie hierboven in par. 2.3.

177 Overweging 82 van de Gedelegeerde AIFMD-verordening. Zij noemt “logistieke steun in de vorm van schoonmaak, catering en inkoop van basisdiensten of basisproducten (...). (...) het kopen van standaardsoftware “uit voorraad” en het inschakelen van softwareaanbieders voor operationele ad-hocbijstand met betrekking tot uit voorraad geleverde systemen of het verstrekken van human resources-ondersteuning zoals aantrekken van tijdelijke werknemers of loonadministratie”.

178 Par. 2.5.3.2.

179 Zie voetnoot 130.

voor groepsuitbestedingen.<sup>180</sup> Ook het Bpr voorziet in een gemitigeerd regime voor DNB-vergunde ondernemingen.<sup>181</sup>

Toch zal de uitbesteder zich steeds moeten afvragen of het totaal aan genomen beheersingsmaatregelen afdoende is. Het bestaan van groepsverbanden geeft misschien enige “control”; de uitbesteder blijft volledig verantwoordelijk. Het (eventuele) bestaan van een gemitigeerd regime doet daar niet aan af. Het gevoel van veiligheid moet niet tot nonchalance leiden. De uitbesteder moet bovendien bedacht zijn op de mogelijkheid dat de dienstverlenende groepsmaatschappij ooit zal “uitvaren” of wel zal ophouden tot de groep van ondernemingen te behoren.<sup>182</sup> Op het moment van “uitvaren” vervallen de groepsbanden. Op dat moment moet het wegvallen van de “control” die de groepsbanden opleverden, worden gecompenseerd door aanvullende maatregelen te nemen. De ervaringen met “uitvaren” bij zogenaamde 403-verklaringen geeft weinig vertrouwen dat de uitbestedingsovereenkomst op dat moment daadwerkelijk zal worden aangepast.<sup>183</sup>

Het is overigens maar de vraag of het bestaan van groepsverbanden in de praktijk werkelijk “control” geeft.<sup>184</sup> Weliswaar “zijn de lijntjes korter”. Een moedermaatschappij kan de groepsdienstverlener bovendien bindende instructies geven. Tegelijkertijd kan er ook een sociale drempel bestaan om

---

180 Voor de internationale richtlijnen gaat het om: Guideline 4, lid 5 en Guideline 6, lid 2, CEBS-richtlijnen 2006; IOSCO-richtlijnen 2005, p. 1; Joint Forum-richtlijnen 2005, p. 4.

Voor de Europese richtlijnen gaat het enkel om art. 14, lid 4, Uitvoeringsrichtlijn MiFID. In strijd met de richtlijn is dit gemitigeerde regime voor groepsuitbesteding door beleggingsondernemingen overigens niet opgenomen in de Nederlandse regelgeving. Terecht kritisch daarover is Joosen 2009, p. 500-502.

Voor de voormalige toezichthouderregels gaat het om: Toelichting op art. 61 en 62 Rob; Toelichting op art. 7, Ruv; Toelichting op art. 7, Bup.

181 Art. 32 Bpr.

182 Dat speelt bijvoorbeeld wanneer de moedervennootschap de aandelen in het kapitaal van de (dienstverlenende) dochtervennootschap verkoopt aan een derde van buiten de groep van ondernemingen.

183 Met een 403-verklaring stelt, kort gezegd, een moedermaatschappij zich aansprakelijk voor schulden van een dochtermaatschappij. Het is gewoonlijk de bedoeling die aansprakelijkheid na “uitvaren” van de dochtermaatschappij te beëindigen. Daar is vaak ook een aanzienlijk (aansprakelijkheids)belang mee gemoeid. Desondanks wordt in de praktijk toch vaak vergeten de 403-verklaring in te trekken. Vergelijk Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, JOR 2010/94, m.nt. Bartman (Hoeveholding) en (met een overigens geheel andere uitkomst) Hof Amsterdam (OK) 30 september 2010, JOR 2010/306, m.nt. Bartman (Jones Lang LaSalle/BosGijze Holding).

184 Voorbeelden hiervan zijn Rb Rotterdam 25 mei 2009, JOR 2009/231, m.nt. Grundmann-van de Krol onder JOR 2009/232 (Stichting Belangen Investeerdere PG 201), en Rb Rotterdam 3 maart 2008, JOR 2008/232 (Adviesgroep Nederland).

“een groepscollega” aan te spreken. Ook lopen de belangen van de moedermaatschappij niet per definitie gelijk met de belangen van de uitbestedende groepsmaatschappij. De moedermaatschappij zal zich óók de belangen van de dienstverlenende groepsmaatschappij aantrekken. Het belang van de uitbestedende groepsmaatschappij kan vergen dat de groepsdienstverlener (kostbare) beheersingsmaatregelen neemt of zelfs dat de relatie met de groepsdienstverlener wordt beëindigd. Het is niet vanzelfsprekend dat de moedermaatschappij hier het belang van de uitbestedende groepsmaatschappij vooropstelt.

Nog meer reden tot twijfel over de “control” ontstaat wanneer de moedermaatschappij de partij is aan wie wordt uitbesteedt. Op grond van de groepsbanden stuurt een moedermaatschappij de gang van zaken in haar dochtermaatschappijen aan. Daar is ze zelfs toegehouden.<sup>185</sup> De “control”-verplichting dwingt echter tot een omgekeerde hiërarchie waarbij de uitbesteder zijn moedermaatschappij aanstuurt. Het is maar de vraag in hoeverre (het bestuur van) een dochtermaatschappij “control” kan uitoefenen over haar dienstverlener, als die dienstverlener haar moedermaatschappij is.<sup>186</sup>

#### 2.5.7.2 Incidentele en structurele uitbesteding

In de pensioensector wordt vrij algemeen aangenomen dat de uitbestedingsregels slechts van toepassing zijn wanneer werkzaamheden “op structurele basis” worden uitbesteed.<sup>187</sup> Deze opvatting leeft soms ook ten aanzien van de uitbestedingsregels in de Wft.<sup>188</sup>

---

185 Men spreekt van een concernleidingsplicht. Het standaardarrest is Hof Amsterdam (OK) 22 december 1983, NJ 1985, 383 (Ogem), gesanctioneerd door HR 10 januari 1990, NJ 1990, 465. Zie voorts Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 828, ook voor verdere verwijzingen.

186 Art. 80, lid 1, sub a, Gedelegeerde AIFMD-verordening noemt een dergelijke uitbesteding waarbij de dienstverlener (op grond van groepsverbanden of andere contractuele relaties) zeggenschap heeft over de uitbesteder, een van de criteria om te bepalen of een uitbesteding strijdig is met de belangen van de abi-beheerder of van de belegger in de abi.

187 Zie bijv.: Khodabaks & Smit 2014, p. 152; Lutjens 2013, p. 153; Ros 2012; Wirschell 2012; Vb, UvB & OPF 2010, p. 33; Klopper, Krijnen & Petersen 2011, p. 34; Kappelle 2007, p. 51; Schols-van Oppen 2015, p. 189; A.E. de Voogd van der Straten e.a. 2013, p. 37; Dijkhoff 2010, Artikel 43.

188 Zie bijv.: Hendrikse, Van Huizen & Rinkes 2011, p. 91; Moerel & Van Reeken 2009, p. 241, voetnoot 7; Boshuizen & Jager 2010, p. 150; De Jong 2013.

Begrijpelijk is dit wel. In de meeste van de voormalige toezichhouderregels was deze beperking opgenomen.<sup>189</sup> Nog steeds zijn de uitbestedingsvoorschriften in artikel 29 tot 31 Bpr uitdrukkelijk beperkt tot uitbestedingen op structurele basis. Ook heeft de wetgever in eerste instantie meermaals aangegeven dat het bereik van de uitbestedingsregels beperkt bleef tot uitbestedingen op structurele basis.<sup>190</sup>

Toch is deze aanname onjuist. De wetgever heeft later in de totstandkomingsgeschiedenis van de Wft uitdrukkelijk afstand gedaan van zijn eerdere standpunt.

“Dufas bracht naar voren dat de inhoud van de definitie van «uitbesteden» is veranderd waardoor de reikwijdte van de regels voor uitbesteden lijkt te worden uitgebreid.

De bewoordingen van de definitie suggereren volgens Dufas dat uitbesteding niet meer wordt beperkt tot het op structurele basis leveren van diensten en goederen. Daardoor komen alle vormen van uitbesteding, ook incidentele uitbesteding onder de regels te vallen.

Het onderscheid tussen structurele uitbesteding en incidentele uitbesteding wordt in de definitie in artikel 1:1 inderdaad niet gemaakt. Het onderscheid wordt wel gemaakt in enkele specifieke regels over uitbesteding. De reden voor het opnemen van deze definitie is dat de hoofdregel van de artikelen [3:18], eerste lid, en 4:16, eerste lid, die luidt dat de financiële onderneming er bij uitbesteding voor dient te zorgen dat de derde de toepasselijke regels naleeft, óók bij incidentele uitbesteding dient te gelden. Ook de in de algemene maatregelen van bestuur op te nemen regel dat uitbesteding het toezicht niet mag belemmeren, moet zowel gelden voor structurele als voor incidentele uitbesteding.

In het Besluit prudentiële regels Wft (...) zijn de specifieke bepalingen over uitbestedingsbeleid en uitbestedingsovereenkomsten beperkt tot structurele uitbesteding zoals thans ook in de regels van de Nederlandsche Bank het geval is. In [het Bgfo] wordt geen onderscheid gemaakt tussen incidentele en structurele uitbesteding door beheerders en bewaarders van beleggingsinstellingen. Dat onderscheid wordt in de bestaande regels en in de richtlijn beleggingsinstellingen ook niet gemaakt”.<sup>191</sup>

In de totstandkomingsgeschiedenis van de Pensioenwet heeft de wetgever geen vergelijkbare verwerping van het eerdere standpunt opgenomen. In de Pensioenwet is evenwel zoveel mogelijk aangesloten bij de

---

189 Zie art. 0, sub cc, Rob; art. 1, sub c, Ruv; en art. 1, sub d, Bup. In de Bu en de Imu werd dit onderscheid niet gemaakt.

190 Voor de Pensioenwet, zie bijv.: Kamerstukken II, 2005-2006, 30655, nr. 3, p. 69-70 en Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 158. Voor de Wft, zie bijv.: Kamerstukken II, 29708, nr. 10, p. 245.

191 Kamerstukken II, 29708, nr. 47, p. 3.



begrippen uit de Wft.<sup>192</sup> Dat geldt ook specifiek voor wat betreft de uitbestedingsregels.<sup>193</sup> Daarom moet worden aangenomen dat ook voor de pensioensector geldt dat de reikwijdte van de uitbestedingsregels niet beperkt is tot uitbestedingen op structurele basis.

Dit betekent niet dat elke incidentele uitbesteding onder het bereik van de uitbestedingsregels valt. De overige afbakeningscriteria blijven onverkort gelden. Een incidentele uitbesteding zal slechts zelden als een *wezenlijke* uitbesteding kwalificeren.<sup>194</sup> Het is echter onjuist om incidentele uitbestedingen op voorhand al als niet-toezichtsrelevant te bestempelen.

### 2.5.7.3 Onderuitbesteding

Bij de uitbestedingsregels ligt vaak de nadruk op de relatie tussen uitbesteder en dienstverlener.<sup>195</sup> In de praktijk besteden dienstverleners zelf ook weer uit, waardoor hele ketens van dienstverlening ontstaan.

De uitbesteder moet zich deze onderuitbestedingen ook aantrekken. Het uitgangspunt is immers dat hij volledig verantwoordelijk is voor de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden als was het zijn eigen handelen of nalaten. Voor die verantwoordelijkheid maakt het dan ook niet uit of de uitvoering van de werkzaamheden niet meer bij de dienstverlener, maar bij een onderdienstverlener ligt.<sup>196</sup> Deze ratio noodzaakt ertoe dat in een keten van dienstverleners, de uitbestedingsvoorschriften als een soort kettingbeding worden doorgegeven.<sup>197</sup> In sommige uitbestedingsregelingen is dit ook in deze zin verduidelijkt.<sup>198</sup> Gebeurt dit niet, dan houdt

192 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 9.

193 Stb. 2006, 709, p. 38.

194 In gelijke zin, voor wat betreft de uitbestedingsregels op grond van de MiFID, Czech & Szlachetka 2009, p. 150: "The time during which the external provider performs its services is not essential for the relevant outsourcing. Both continuous and occasional arrangements are regulated. However, outsourcing performed ad hoc rarely constitutes outsourcing of critical and important operational functions".

195 Zo bevatten tal van bepalingen (uitgebreide) voorschriften ten aanzien van de uitbestedingsovereenkomst, bijv.: art. 13 Bupw, art. 31 Bpr en art. 38e Bgfo.

196 Evenzo de toelichting op Code pensioenfondsen, nr. 32.

197 In gelijke zin: Boshuizen & Jager 2010, p. 151. Twijfelend en sceptisch: Maatman 2007b, p. 120 en Maatman & Van Miltenburg 2010, p. 341-342. Een "kettingbedingbenadering" lijkt ook te volgen uit DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014, voetnoot 1. Ook buiten de financiële sector zijn zulke kettingbedingen gebruikelijke instrumenten om de naleving van bijvoorbeeld ondernemingsbeleid te verzekeren (bijv.: Van der Heijden 2011 en reeds Fontaine e.a. 2002, nr. 90-94).

198 Art. 20, lid 4, sub c, AIFMD; art. 21, lid 11, op een na laatste alinea, AIFMD; art. 22, lid 7, op een na laatste alinea, Icbf 5-richtlijn. Iets minder expliciet staat dit in art. 13, lid 28, Solvency II. Onder MiFID is geen aandacht besteed aan onderuitbesteding, maar

de “control” van een uitbesteder over zijn uitbestede werkzaamheden op bij de tweede stap in de keten.

Deze “kettingbeding-benadering” leidt tot een stapeling van uitbestedingsvereisten in de keten van dienstverlening. Stel: een pensioenfonds besteedt het gehele vermogensbeheer uit aan een Britse fiduciair beheerder. De Britse fiduciair is een vermogensbeheerder en hij besteedt een deel van het beheer uit aan een Nederlandse vermogensbeheerder. De vermogensbeheerder belegt het vermogen in een beleggingsfonds. Voor het beheer van dat beleggingsfonds heeft de vermogensbeheerder een externe beheerder aangesteld. In deze casus zijn op de Britse fiduciair de uitbestedingsvoorschriften uit de Pensioenwet van toepassing. Naast de uitbestedingsvoorschriften uit de Pensioenwet, krijgt de Nederlandse vermogensbeheerder ook te maken met de uitbestedingsvoorschriften die op de Britse fiduciair van toepassing zijn. Voor de externe fondsbeheerder die de vermogensbeheerder heeft aangesteld, komen daar de uitbestedingsvoorschriften voor vermogensbeheerders bij. Als de externe fondsbeheerder op zijn beurt een deel van het beheer aan een derde (of beter: vijfde) uitbestedt, komen daar de voor hem geldende uitbestedingsvoorschriften als toetje bovenop.<sup>199</sup>

Toch zal deze stapeling van uitbestedingsregels over het algemeen geen grote problemen opleveren.<sup>200</sup> Weliswaar verschillen de uitbestedingsregels enigszins van sector tot sector en van land tot land. De ratio van die

---

is in de literatuur wel uit de definitie van uitbesteding afgeleid dat dit ook op onderuitbesteding ziet (Czech & Szlachetka 2009, p. 147, onder verwijzing naar de CEBS-richtlijnen 2006). Steun voor die lezing volgt ook uit het antwoord van de Europese Commissie op vraag nr. 853 van de “Your questions on MiFID”.

199 Een zelfde stapeling van uitbestedingsvoorschriften doet zich voor waar dienstverleners voor meerdere opdrachtgevers actief zijn. De vermogensbeheerder die voor pensioenfondsen en verzekeraars werkt, krijgt te maken met twee verzamelingen uitbestedingsvoorschriften: die voor pensioenfondsen en die voor verzekeraars. De custodian die werkzaam is voor pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen, heeft al te maken met vier of vijf van zulke verzamelingen. Bij dienstverleners die internationaal actief zijn, lopen de aantallen al gauw op, omdat nationale regelingen onderling ook verschillen. De situatie lost zich naar mijn mening op dezelfde manier op als bij onderuitbesteding.

200 Over de haalbaarheid van een kettingbedingbenadering is in het verleden nog wel getwijfeld (Maatman 2007b, p. 120; Maatman & Van Miltenburg 2010, p. 341-342; Hoens 2009, p. 20 die zelfs spreekt van een Achilleshiel in de Pensioenwet). De personen met wie ik tijdens mijn onderzoek sprak, meldden dat na een periode van gewinning door internationale dienstverleners, zulke bedingen geen grote problemen opleveren en ook voor kleinere uitbesteders haalbaar zijn. Evenzo Verbunt & Siemers 2011, p. 10, voetnoot 14; en De Vries & Paans 2014, p. 29.

regels is telkens dezelfde. Eerder betoogde ik daarom dat ze zoveel mogelijk kruissectoraal moeten worden toegepast.<sup>201</sup>

### 2.5.8 Enkele specifieke inschakelingen van dienstverleners

Pensioenfondsen schakelen dienstverleners voor allerhande werkzaamheden in. In relatie tot vermogensbeheer gaat het daarbij met name om een aantal specifieke werkzaamheden. In deze paragraaf beoordeel ik aan de hand van de vastgestelde afbakeningscriteria of in deze gevallen sprake is van toezichtsrelevante uitbesteding.

#### 2.5.8.1 Inwinning van advies

Net als andere ondernemingen, winnen pensioenfondsen veelvuldig advies in. In relatie tot vermogensbeheer kan het daarbij gaan om beleggingsadvies of de uitvoering van een ALM-studie.<sup>202</sup> De inwinning van advies valt niet onder het bereik van de uitbestedingsregels.

Ook bij de totstandkoming van de Wft is dit standpunt ingenomen. Daar werd echter ook opgemerkt dat toch sprake zou kunnen zijn van uitbesteding wanneer juridisch advies wordt ingewonnen door een rechtsbijstandverzekeraar die niet de kosten van rechtsbijstand vergoedt, maar de rechtsbijstand in natura aanbiedt.<sup>203</sup> Die gedachte is te begrijpen. Het juridische advies betreft onderzoek dat de rechtsbijstandverzekeraar anders zelf moest verrichten ten behoeve van de te verlenen rechtsbijstand. Daarmee lijkt er sprake te zijn van een activiteit die “eigen” en “wezenlijk” is.

Dat zou dan betekenen dat ook wanneer een pensioenfonds beleggingsadvies inwint of een ALM-studie laat verrichten, er sprake is van uitbesteding. Het fonds laat immers onderzoeken in welke beleggingen of beleggingscategorieën het zou moeten investeren. Zulk onderzoek is

---

201 Par. 2.4.

202 Een ALM-studie is een onderzoek naar de “optimale beleggingsportefeuille” voor het pensioenfonds. ALM staat voor *Asset Liability Management*. In een ALM-studie worden onder meer de specifieke kenmerken van het fonds, economische verwachtingen en risico-rendementskenmerken van beleggingscategorieën en individuele beleggingen onderzocht. De ALM-studie resulteert in een rapport dat gewoonlijk aan de basis ligt van het strategische beleggingsbeleid zoals het pensioenfonds dat vaststelt. Zie voorts par. 3.6.5.

203 Zie ook, voor wat betreft de Wft, het amendement Van Egerschot-De Haan (Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 51).

essentieel om verantwoorde beleggingsbeslissingen te nemen. Zou het fonds daar geen advies over inwinnen, dan zou het dat onderzoek zelf moeten verrichten.

Toch is er naar mijn mening ook in deze gevallen geen sprake van uitbesteding.<sup>204</sup> Het risico van uitbesteding is verlies van “control” over de eigen bedrijfsvoering doordat de macht over de uitbestede werkzaamheden naar de dienstverlener verplaatst. Bij advisering is daar geen sprake van. Weliswaar verricht de dienstverlener onderzoek waar het pensioenfonds van kan profiteren. Het advies blijft, op zichzelf, zonder gevolg voor de bedrijfsvoering van het pensioenfonds. Het pensioenfondsbestuur kan bijvoorbeeld besluiten om het advies naast zich neer te leggen. Eerst een beslissing van het pensioenfondsbestuur om het advies toe te passen, raakt de bedrijfsvoering.<sup>205</sup>

Uiteraard blijft het bestuur verantwoordelijk voor zijn besluit. Het mag weliswaar in beginsel vertrouwen op het ingewonnen advies.<sup>206</sup> Het hoort niettemin tot zijn bestuurstaak om, zeker bij belangrijke besluiten, het ingewonnen advies kritisch tegen het licht te houden.<sup>207</sup> Eventueel kan het een tweede advies inwinnen.

Het komt evenwel voor dat een bestuur een advies inwint omdat het ter zake onvoldoende deskundig is en dat het ingewonnen advies wordt uitgevoerd, zonder dat het kritisch is (of kon worden) beoordeeld.<sup>208</sup> In een

---

204 De Serière meent eveneens dat de inwinning van een “investment advice” geen uitbesteding is. De Serière 2011a, p. 265. Hij wijst er daarbij op dat bij uitbesteding (dus van “eigen” activiteiten) de uitbesteder verantwoordelijk blijft voor de uitvoering ervan, terwijl beleggingsadviseurs uitvoerige aansprakelijkheidsbeperkingen plegen op te nemen.

De *onderlinge* aansprakelijkheidsverhouding is naar mijn mening echter niet relevant. Ook bij overduidelijke uitbestedingsrelaties plegen dienstverleners uitvoerige aansprakelijkheidsbeperkingen op te nemen. Dat de uitbesteder verantwoordelijk blijft voor de uitbestede activiteiten ziet enkel op diens verantwoordelijkheid jegens toezichthouder en cliënten of begunstigden. Eventuele afspraken over aansprakelijkheden tussen uitbesteder en dienstverlener staan hier los van.

205 Evenzo: Scheele & Wielens 2014, p. 83.

206 Timmerman 2011, p. 259-260: “Een bestuurder die te goeder trouw is, dat wil zeggen die niet beter weet en een van voldoende informatie voorziene vraag aan een derde heeft voorgelegd, mag mijns inziens *in beginsel* afgaan op serieus uitzijnde, redelijk onderbouwde, aan redelijke objectieve maatstaven beantwoordende en betrekkelijk concrete mededelingen en adviezen van een doorgaans betrouwbare en redelijk onafhankelijke derde die voor de besluitvorming door de bestuurder dragend zijn of grote relevantie, hebben, ook al blijken die mededelingen en adviezen later onjuist”.

207 Eveneens: Timmerman 2011, p. 260. Voor bijv. bestuursorganen is dit ook expliciet geregeld in art. 3:9 Awb.

208 Commissie Frijs 2010, p. 48-49.

dergelijke situatie, waarbij ingewonnen adviezen kritiekloos worden uitgevoerd, heeft het bestuur feitelijk zijn bestuurstaak uitbesteed. Een dergelijke uitbesteding is verboden.<sup>209</sup>

#### 2.5.8.2 Externe bemensing van het bestuursbureau

Sommige pensioenfondsbesturen hebben ervoor gekozen om zich te laten ondersteunen door een bestuursbureau. De werkzaamheden van bestuursbureaus variëren van fonds tot fonds. Typische werkzaamheden die tot het takenpakket behoren zijn ondersteuning bij de beleidsvoorbereiding en bij toezichthoudende taken. Vaak beoordeelt een bestuursbureau adviezen van derden voordat het ze doorstuurt naar het bestuur. Soms ook wordt het externe advies voorzien van aanvullende informatie of geflankeerd met een eigen, eventueel andersluidend advies. Niet ongebruikelijk is dat het bestuursbureau de dagelijkse contacten met uitvoerende partijen onderhoudt, met inbegrip van de selectie, instructie en monitoring van de uitvoerder.<sup>210</sup> Ook komt het voor dat een bestuursbureau zelf een deel van de uitvoering op zich neemt.<sup>211</sup>

Wanneer een bestuursbureau wordt bemenst door externen is er sprake van detachering. Dat levert geen uitbesteding op.<sup>212</sup> Niettemin moet een beheerste en integere bedrijfsvoering even goed worden geborgd. Binnen het bestuur moet daarom voldoende deskundigheid aanwezig zijn om aan het werk van het bestuursbureau inhoudelijke leiding te kunnen geven.

#### 2.5.8.3 Bewaring van activa

In theorie kan elke belegger zelf zijn activa bewaren. De omvang en complexiteit en de daarmee samenhangende professionalisering van het effectenverkeer maken echter dat het praktisch onmogelijk is om een vermogen te beheren zonder de activa te laten bewaren door een bewaarbank of custodian.<sup>213</sup> De bewaring van activa is daarom niet aan te

---

209 Zie par. 5.4.2. Voor de civielrechtelijke gevolgen, zie par. 4.5. De bestuursrechtelijke sanctiemogelijkheden bespreek ik in par. 6.8.

210 Voor veel pensioenfondsbestuurders is het besturen van het pensioenfonds geen voltijdsbaan, maar een nevenactiviteit naast hun reguliere baan. Alleen al dit gegeven maakt dat zij niet op dagelijkse basis een uitvoerder kunnen aansturen.

211 Dautzenberg & De Jong 2010, p. 19.

212 Par. 2.5.3.3.

213 Voor het aanhouden van financiële instrumenten die in het Wge-systeem zijn opge-

merken als een voor het pensioenfonds “eigen” activiteit. De inschakeling door een pensioenfonds van een custodian is daarom geen uitbesteding.<sup>214</sup>

Overigens lijkt DNB van mening dat er wél sprake is van uitbesteding.<sup>215</sup> De bewaring zou onderdeel zijn van het vermogensbeheer. Bovendien gaat het om een voor pensioenfondsen belangrijke activiteit. Tot slot wordt het toezicht belemmerd indien de inschakeling van een custodian geen uitbesteding zou opleveren. Het eerste argument ziet eraan voorbij dat de bewaring geen activiteit is die normaal door pensioenfondsen zelf wordt verricht. Het tweede argument ziet eraan voorbij dat het criterium van de “eigen” activiteiten een zelfstandig criterium is, naast het criterium van de “wezenlijke” activiteiten. Het derde argument draait de zaken om: uitbesteding mag niet tot een belemmering van het toezicht leiden, maar een belemmering van het toezicht impliceert niet dat er wordt uitbesteed. Overigens lost de tegenstelling tussen deze twee standpunten zich (grotendeels) op. Ook wanneer geen sprake is van uitbesteding moet een pensioenfonds alle relevante risico’s beheersen met het oog op een beheerste en integere bedrijfsvoering.<sup>216</sup>

#### 2.5.8.4 Securities lending

Custodians plegen, naast hun bewaardienst, ook andere diensten te verlenen die aan de bewaring zijn gelieerd. Een van die diensten is securities lending. De custodian wordt hierbij gemachtigd om aandelen die het voor het pensioenfonds bewaart, “uit te lenen”<sup>217</sup> aan andere partijen. De inlener betaalt daarbij een vergoeding die ten goede komt aan het pensioenfonds. De custodian verleent deze dienst namens en voor rekening van de belegger (het pensioenfonds). Op zijn beurt ontvangt de custodian een vergoeding

---

nomen, zoals aandelen in Philips of Shell, heeft het pensioenfonds geen andere keus dan de inschakeling van een custodian. Deze financiële instrumenten “liggen” – in gegeneraliseerde vorm – bij Euroclear Nederland (het “centraal instituut” in de zin van art. 1, Wge). Eindbeleggers kunnen niet zelf financiële instrumenten aanhouden bij Euroclear Nederland; dit kan enkel via “aangesloten instellingen”. Tot zulke “aangesloten instellingen” behoren (onder andere) custodians. In andere landen worden gewoonlijk vergelijkbare systemen gehanteerd. Zie verder: Schim 2006; Rank-Berenschot 1998, p. 149-167; Haentjens 2007; en Wibier 2014, p. 64-67.

214 Zie par. 2.5.4.1.

215 Gesprek ten kantore van DNB, d.d. 11 februari 2015.

216 Zie verder par. 2.6.

217 Strikt genomen gaat het niet om een leenovereenkomst, maar om een verbruikleenovereenkomst. De “inlener” wordt niet verondersteld om exact dezelfde stukken terug te leveren, maar stukken van dezelfde soort (Parl. Gesch. Boek 7, p. 392; Rutgers 1998, p. 10-12 met verdere verwijzingen).

van het pensioenfonds. Omdat bij securities lending het risico bestaat dat de inlener niet in staat blijkt (op tijd) de geleende stukken terug te leveren, worden gewoonlijk eisen gesteld aan de kredietwaardigheid van potentiële inleners en wordt een onderpand verlangd.

De belangrijkste reden voor een pensioenfonds om zijn custodian te machtigen tot securities lending is het behalen van een extra rendement. Het pensioenfonds ontvangt immers een vergoeding voor het uitlenen. Securities lending heeft daarom kenmerken van vermogensbeheer. Er worden immers vermogensbestanddelen ter beschikking van anderen gesteld met het oog op rendement waarbij de te verlangen vergoeding afgestemd is op het risiconiveau van de transactie.<sup>218</sup> De machtiging van een custodian door een pensioenfonds om tot securities lending over te gaan, is daarom te kwalificeren als uitbesteding (van een deel van het vermogensbeheer). DNB lijkt diezelfde mening toegedaan door securities lending als beleggingsactiviteit aan te duiden.<sup>219</sup>

#### 2.5.8.5 Monitoring van de beleggingsportefeuille

Een naast de bewaring van de beleggingsportefeuille veel voorkomende nevenactiviteit voor custodians is om de beleggingsportefeuille tevens te monitoren.<sup>220</sup> Door zijn functie als bewaarinstelling heeft de custodian goed zicht op de exacte samenstelling van de portefeuille. Daardoor bevindt de custodian zich in de ideale positie om de opgaven van de vermogensbeheerder over precieze samenstelling, waarde en risiconiveau van de portefeuille te controleren.

Deze functie is voor een pensioenfonds van essentieel belang. Het is een kerntaak. Ze stelt het pensioenfonds in staat om het functioneren van zijn vermogensbeheerder te beoordelen en zo nodig bij te sturen. Zonder deze controlefunctie kan het pensioenfonds niet *in control* zijn.<sup>221</sup> Wanneer

---

218 Zie ook hoofdstuk 3 over vermogensbeheer.

219 DNB Beleggingsonderzoek 2009, p. 7: "Deze beleggingsactiviteit is vaak uitbesteed aan de custodian die daarmee de rol van vermogensbeheerder krijgt".

220 Met "monitoren" wordt gewoonlijk bedoeld op het in de gaten houden van de ontwikkelingen in de beheerde portefeuille ten aanzien van samenstelling, waarde en risiconiveau.

221 In gelijke zin Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12 m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME), r.ov. 2.4. PME had het vermogensbeheer uitbesteed aan zijn vermogensbeheerder, Mn Services. De beleggingsportefeuille werd gekenmerkt door zeer risicovolle beleggingen. Voor de waardering van deze zeer risicovolle beleggingen werd uitsluitend vertrouwd op waarderingen die afkomstig waren van direct bij de belegging betrokken partijen. Onafhankelijke controles van de

een pensioenfonds zijn custodian opdracht geeft om de waardering en de risicometing van de beleggingsportefeuille te verzorgen, kwalificeert dit dan ook als uitbesteding.

#### 2.5.8.6 Deelneming in een beleggingsinstelling

Veel pensioenfondsen beleggen een deel van hun vermogen via beleggingsinstellingen. Naar mijn mening moet men onderscheid maken tussen interne beleggingsinstellingen, externe beleggingsinstellingen en “beleggingspools”.

Met *externe beleggingsinstellingen* doel ik op beleggingsinstellingen die worden beheerd door partijen die onafhankelijk zijn van het pensioenfonds of zijn vermogensbeheerder. *Interne beleggingsinstellingen* zijn beleggingsinstellingen (veelal beleggingsfondsen) die door de vermogensbeheerder<sup>222</sup> zijn opgezet met het doel daarin (een deel van) het vermogen van zijn cliënten onder te brengen. Overigens worden deze interne beleggingsinstellingen niet altijd intern beheerd, door medewerkers van de vermogensbeheerder. Soms ook heeft de vermogensbeheerder een gespecialiseerde externe beheerder aangesteld. Ook dan is er sprake van een interne beleggingsinstelling, hoewel door een externe partij beheerd. *Beleggingspools* zijn beleggingsinstellingen die door enkele pensioenfondsen gezamenlijk zijn opgericht.

##### a) Externe beleggingsinstellingen

Een externe beleggingsinstelling wordt “in de markt gezet” met een bepaalde strategie. De instelling richt zich op een bepaald marktsegment, hanteert bepaalde beleggingstechnieken en kent daardoor een bepaald risicoprofiel. Dat risicoprofiel kan variëren van zeer risicovol tot zeer risicoarm. De strategische (beleggings)keuzes van de beleggingsinstelling worden gemaakt door de beheerder van de instelling. Deze beslissingen

---

waarderingen door externe accountants vonden slechts jaarlijks plaats, zodat, naar het oordeel van de rechtbank, het fonds geen tussentijdse risico-inschatting kon maken. De rechtbank oordeelde dat het fonds daardoor niet over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikte.

<sup>222</sup> De vermogensbeheerder zal overigens niet over een “MiFID-vergunning” beschikken (art. 2:96 Wft) en beleggingsonderneming zijn. Hij zal over een “AIFMD-vergunning” (art. 2:65 Wft) beschikken. De interne beleggingsinstellingen zullen namelijk onder de AIFMD vallen. Een beleggingsonderneming mag wel individueel vermogensbeheer verlenen (aan bijvoorbeeld een pensioenfonds, maar mag geen AIFMD-beleggingsinstellingen beheren. De houder van een AIFMD-vergunning mag daarentegen niet enkel AIFMD-beleggingsinstellingen beheren. Hij mag, onder bepaalde voorwaarden, ook individueel vermogensbeheer verlenen (art. 6, lid 4, AIFMD en art. 2:97, lid 4 jo. 2:65 Wft).



zijn geen uitvoering van de keuzes van de individuele deelnemers.<sup>223</sup> De participatie in een beleggingsinstelling is dan ook niet te zien als uitbesteding van het vermogensbeheer door het pensioenfonds;<sup>224</sup> de participatie is zélf de beleggingskeuze. In zoverre verschilt een belegging in deelnemingsrechten niet van een belegging in aandelen of obligaties.<sup>225</sup>

De participaties in externe beleggingsinstellingen zijn soms omvangrijk. Hoe groter de participatie, hoe groter ook het tegenpartijrisico voor het pensioenfonds. De omvang van de participatie maakt de belegging echter niet tot uitbesteding. Wel moet een pensioenfonds dat bijvoorbeeld 30% van zijn vermogen in een enkele beleggingsinstelling steekt, zich afvragen of deze belegging nog verantwoord is.<sup>226</sup> Eventueel moet het aanvullende maatregelen nemen. Het kan bijvoorbeeld met de beheerder afspreken dat geen “lock up-periode”<sup>227</sup> geldt. Voorts kan het afspreken dat de beheerder zijn selectiebeleid (voor het aanstellen van een dienstverlener wanneer het werkzaamheden uitbestedt) ter goedkeuring aan het pensioenfonds voorlegt. Zulke afspraken kan het pensioenfonds enkel maken als zijn participatie in de beleggingsinstelling ook voor de beheerder substantieel is. Is de participatie voor het pensioenfonds wel substantieel, maar voor de beheerder verwaarloosbaar, dan zal het niet lukken om voldoende “controls” te verkrijgen. In dat geval heeft het pensioenfonds geen andere keus dan niet in deze beleggingsinstelling te stappen.

#### b) Interne beleggingsinstellingen

Bij interne beleggingsinstellingen heeft de vermogensbeheerder de beleggingsinstellingen zelf opgericht. Voor de vermogensbeheerder is dit een efficiënte manier om invulling te geven aan zijn opdrachten van vermogensbeheer. Elk van de beleggingsinstellingen heeft een eigen beleggingsstrategie met bijbehorend risico-rendementsprofiel. Afhankelijk van het mandaat dat de cliënt heeft gegeven, verdeelt hij het aan hem in beheer gegeven vermogen over de diverse beleggingsinstellingen.

---

223 De beheerder kán ook geen rekening houden met wensen van individuele deelnemers: alle deelnemers moeten namelijk gelijk behandeld worden (art. 83, lid 2, Bgfo). Zie ook Van der Velden 2008, p. 243.

224 Evenzo: Van Setten 2010, onder nr. 4.

225 In gelijke zin: Silverentand & Van der Eerden 2014, p. 76.

226 Het gaat dan om naleving van de voorschriften omtrent het beleggingsbeleid (met name de prudent person-regel, zie hoofdstuk 3) en om het voorschrift over een beheerste en integere bedrijfsvoering (art. 143 Pw) te beschikken.

227 Een “lock up-periode” is een termijn waarbinnen een deelnemer niet uit het fonds mag treden.

In deze situatie doet het kunstmatig aan om de deelneming nog een belegging te noemen. De deelneming is hier geen belegging in een (externe) entiteit, voor het beleggingsbeleid waarvan de vermogensbeheerder niet verantwoordelijk is. De vermogensbeheerder bepaalt juist wel het beleggingsbeleid van de interne beleggingsinstellingen. De omzetting van dat vermogen in deelnemingsrechten via een interne structuur van beleggingsinstellingen doet daar niet aan af. Die structuur is niets meer dan de wijze waarop hij zijn interne organisatie heeft ingericht om zo efficiënt (en concurrerend) mogelijk te werken. De deelneming door een pensioenfonds in een interne beleggingsinstelling van zijn vermogensbeheerder vormt daarom een uitbesteding van het vermogensbeheer.

#### c) Beleggingspools

In de praktijk beleggen pensioenfondsden vaak ook door gezamenlijk zogenoemde "beleggingspools" op te richten. Een beleggingspool is een beleggingsfonds, een verschijningsvorm van de beleggingsinstelling. De deelnemende pensioenfondsden brengen vermogen in ter collectieve belegging en delen naar rato van hun inleg in de opbrengst. Voor het beheer van dat collectieve vermogen stellen zij gezamenlijk een externe beheerder aan. De deelneming staat gewoonlijk enkel open voor het beperkte aantal oprichters. De beleggingspool wordt soms opgezet met het oog op een specifieke belegging, bijvoorbeeld een vastgoedproject. Soms ook gaat het om het verkrijgen van schaalgroote (en de bijbehorende kostenvoordelen) voor de uitvoering van een beleggingsstrategie die de deelnemers gezamenlijk voor die pool hebben vastgesteld. Die strategie houdt bijvoorbeeld het nauwkeurig volgen van een vooraf vastgestelde index in.

In wezen doet zich hier een vergelijkbare situatie voor als bij de vermogensbeheerder die interne beleggingsinstellingen opricht. Door, weliswaar gezamenlijk, een (collectief) beleggingsvehikel op te zetten en daarbij afspraken te maken over de beleggingsstrategie die dat vehikel zal voeren, heeft de deelneming het karakter van een uitbesteding van vermogensbeheer. Het doet kunstmatig aan om in deze situatie de deelneming als belegging te kwalificeren. Overigens plegen DNB en de AFM zulke participaties in een beleggingspool inderdaad aan te merken als uitbesteding van vermogensbeheer.<sup>228</sup>

---

228 Moerel & Van Reeken 2009, p. 241.

#### 2.5.8.7 Vermogensbeheer

Vermogensbeheer is een kerntaak voor pensioenfondsen.<sup>229</sup> De inschakeling van een (individueel-) vermogensbeheerder door een pensioenfonds valt daarom op grond van sub a van de definitie van uitbesteding binnen de reikwijdte van de uitbestedingsregels.<sup>230</sup>

#### 2.5.8.8 Fiduciair beheer en pensioenuitvoeringsbedrijf

Fiduciaire beheerders zijn dienstverleners die pensioenfondsen zoveel mogelijk werk met betrekking tot het vermogensbeheer uit handen nemen. Een pensioenuitvoeringsbedrijf doet hetzelfde, maar niet slechts met betrekking tot het vermogensbeheer, maar ook alle andere werkzaamheden van het pensioenfonds.<sup>231</sup> Het onderscheid tussen de twee is voor dit onderzoek verder niet relevant: pensioenuitvoeringsorganisaties verrichten fiduciair beheer. Hierna zal ik steeds van fiduciair beheer spreken.

Fiduciaire beheerders zijn in de praktijk meestal vermogensbeheerders die naast het vermogensbeheer ook andere, aan dat vermogensbeheer gerelateerde werkzaamheden verrichten.<sup>232</sup> Welke taken aan de fiduciair beheerder worden overgelaten, kan van geval tot geval verschillen. Voor de kwalificatie van hun werkzaamheden, is het nodig om hun takenpakket te ontleden.

Veelal omvat het takenpakket de verlening van beleggingsadvies (inclusief het verrichten van een ALM-studie en het adviseren over het beleggingsbeleid), het selecteren van (andere) vermogensbeheerders (inclusief het onderhandelen over vergoedingen), het coördineren van de werkzaamheden van de vermogensbeheerders<sup>233</sup> (inclusief het risicobeheer en

---

229 Commissie Staatsen 2003, p. 18.

230 Het gaat om "werkzaamheden die deel uitmaken of voortvloeien uit het uitoefenen van het bedrijf". Zie ook par. 2.5.4 en par. 2.5.5.1.

231 Bij de andere werkzaamheden gaat het met name om de pensioenadministratie en de communicatie met de begunstigten. De achtergrond hiervan is dat pensioenuitvoeringsbedrijven de verzelfstandigde uitvoeringsorganisaties van pensioenfondsen zijn.

232 Euverman 2008, p. 18; Van Nunen 2007; Molenkamp 2008, p. 9-16; DUFAS Principles fiduciair beheer 2008.

233 Omdat de risico-rendementsprofielen van de diverse deelportefeuilles correleren (zie par. 3.2.3), is het risico-rendementsprofiel van de totale portefeuille niet een eenvoudige optelsom van die van de deelportefeuilles. Ook is het optimale resultaat voor de totale portefeuille daarom niet een eenvoudige resultante van het optimale

de bewaking<sup>234</sup> van de portefeuilles), evaluatie van de vermogensbeheerders en evaluatie van de beleggingsstrategie. Vaak ook gaat de dienstverlening verder en levert hij (een deel van) de bezetting van het bestuursbureau van het fonds, verricht hij het risicobeheer en selecteert hij de custodian.

In zijn rol *als fiduciair* wordt van een vermogensbeheerder gewoonlijk niet verwacht dat hij het beheer van de totale portefeuille op zich neemt, met de mogelijkheid om het beheer over deelportefeuilles verder uit te besteden. In die rol als fiduciair wordt van hem gewoonlijk een coördinerende rol verwacht. De op deelportefeuilles aangestelde vermogensbeheerders staan dus in een rechtstreekse relatie tot het pensioenfonds. Daarnaast is aan de fiduciair de coördinatietaak uitbesteed. De coördinerende taken horen bij uitstek tot de kerntaken van het pensioenfonds. Zonder die coördinatie is er geen “control” over het vermogensbeheer. De inschakeling van de fiduciair voor de coördinerende taken is dus zonder meer uitbesteding.

Of de selectie van vermogensbeheerders (en eventuele andere partijen zoals custodians) uitbesteding oplevert, hangt meer af van de omstandigheden van het geval. Adviseert de fiduciair slechts over de aan te stellen partijen, dan is er geen sprake van uitbesteding.<sup>235</sup> Is de fiduciair gevolmachtigd om (binnen bepaalde kaders) vermogensbeheerders aan te stellen en de onderhandelingen over de vergoedingen te voeren, dan is er sprake van uitbesteding.

De situatie is vaak mistiger. Het komt veelvuldig voor dat een fiduciair zichzelf (in zijn rol als vermogensbeheerder) selecteert als meest geschikte vermogensbeheerder voor sommige deelportefeuilles. Ook dan moet men een onderscheid maken tussen de uitbesteding van de vermogensbeheertaak en van de coördinerende taak.

#### 2.5.8.9 Verzekerde pensioenfonds

Om zelf (enig deel van) het vermogensbeheer te verzorgen, moet een pensioenfonds over voldoende deskundigheid ter zake beschikken en een zekere schaalgrootte hebben. Zonder die schaalgrootte is het economisch

---

resultaat van alle deelportefeuilles. Dat kan namelijk eenvoudig leiden tot een overmatige blootstelling aan bepaalde marktrisico's. Voor een optimaal resultaat van de totale portefeuille is daarom méér nodig dan dat elke deelportefeuille binnen de bijbehorende beleggingsbegrenzungen blijven.

234 Of, in goed jargon: de “monitoring”.

235 Par. 2.5.8.1.

niet rendabel om een interne beleggingsorganisatie op te tuigen. Ook wanneer het vermogensbeheer (volledig) uitbesteedt, is een zekere schaalgrootte en de aanwezigheid van deskundigheid ten aanzien van beleggen noodzakelijk. Met name voor kleinere pensioenfondsen is dit vaak niet goed haalbaar. Een aantal kiest (daarom) voor de vorm van een verzekerd pensioenfonds.<sup>236</sup>

Bij een volledige verzekering verplicht de verzekeraar zich gedurende de contractperiode alle uitkeringen te verrichten. Hij loopt dan het langlevensrisico, overlijdensrisico, arbeidsongeschiktheidsrisico als ook het beleggingsrisico. Pensioenfondsen kunnen er ook voor kiezen slechts bepaalde risico's te verzekeren.

Tot 1 januari 2012 kwamen zo genoemde "kapitaalcontracten" veel voor. Per 1 januari 2012 is het aangaan van kapitaalcontracten verboden.<sup>237</sup> Reeds aangegane kapitaalcontracten blijven geldig tot uiterlijk 1 januari 2017.<sup>238</sup>

Bij een kapitaalcontract droeg het pensioenfonds een kapitaal over aan de verzekeraar. Dat kapitaal correspondeerde met een hoeveelheid pensioenverplichtingen. De verzekeraar verplichtte zich om die pensioenuitkeringen te voldoen uit dat kapitaal en de opbrengsten die hij genereerde uit het beleggen van dat kapitaal. Na afloop van de contractduur hield de verplichting voor de verzekeraar tot het verzorgen van de uitkeringen op en kreeg het pensioenfonds het kapitaal of wat daarvan over was, terug in eigendom. Het resultaat was dat het pensioenfonds weliswaar tijdelijk enkele uitkeringsrisico's afdekte, maar toch het volledige beleggingsrisico liep. De overdracht van het kapitaal verhinderde echter dat het sturing kon geven aan het door hem gelopen beleggingsrisico. In deze situatie luidt de conclusie dat er sprake is van uitbesteding van het vermogensbeheer (zonder "control").

---

236 Tot 1 januari 2012 werd het verzekerde pensioenfonds in wet en literatuur aangeduid als een *herverzekerd* pensioenfonds. De terminologie is aangepast nadat de Europese Commissie het standpunt innam dat er geen sprake is van herverzekering, maar van verzekering (Kamerstukken II, 2011-2012, 33013, nr. 3 en Handelingen II, 2009-2010, nr. 1782, aanhangsel, p. 3820).

In de toekomst kan ook het "algemene pensioenfonds" als alternatief dienen om schaalgrootte te creëren, maar met behoud van eigen identiteit en pensioenregeling (en). Zie par. 7.2.1.5.

237 Art. 148a Pw.

238 Art. 220a, lid 1, Pw.

Dit leidt vervolgens tot de conclusie dat het gebruik van kapitaalcontracten in strijd was en is met de uitbestedingsregels. Het verbod op kapitaalcontracten kan men dan ook zien als een invulling van het verbod op uitbesteding wanneer de uitbesteding de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds ondermijnt.<sup>239</sup> De kapitaalcontracten die op grond van overgangsrecht tot 1 januari 2017 niet door het verbod worden getroffen, blijven niettemin in strijd met de uitbestedingsregels. Deze overgangsrechtelijke regel is te begrijpen als een wettelijke gedoogregeling. Naar mijn opvatting is die gedoogregeling in strijd met de Pensioenrichtlijn.<sup>240</sup>

Een pensioenfonds dat zich overeenkomstig deze gedoogregeling heeft verzekerd, ondervindt hiervan geen nadelige gevolgen. Richtlijnen zijn niet verbindend jegens burgers, maar jegens de lidstaten.<sup>241</sup> De Nederlandse staat riskeert wel een inbreukprocedure voor het Hof van Justitie.<sup>242</sup>

## 2.6 Quasi-uitbesteding en relativering van het belang tot onderscheid

Het is niet altijd evident of er sprake is van uitbesteding in de zin van de wet. Hierboven kwamen al wat grijze gebieden aan bod. Op de eerste plaats zijn er de gevallen waarin er wel sprake is van uitbesteding, maar de materialiteitsdrempel (net) niet wordt overschreden: de uitbesteding is niet “wezenlijk”. Op de tweede plaats zijn er de gevallen waarin geen sprake is van “eigen” werkzaamheden, hoewel de diensten die de derde verleent voor de onderneming van wezenlijk belang (kunnen) zijn. Voorbeelden daarvan zijn de deelneming door een pensioenfonds in een externe beleggingsinstelling en de inschakeling door een pensioenfonds van een custodian. Al zulke gevallen duid ik hierna aan als “quasi-uitbesteding”.

Is er sprake van uitbesteding, dan moet de uitbestedende onderneming ter beheersing van risico's maatregelen nemen in de eigen organisatie. Ook moet de uitbestedingsovereenkomst een aantal bedingen bevatten

---

239 Art. 12, sub b, Bupw.

240 In de Pensioenrichtlijn komt het principe dat het uitbestedende pensioenfonds verantwoordelijk blijft voor de nakoming van zijn wettelijke verplichtingen niet zo duidelijk naar voren. Toch meen ik dat dit principe ook onder de Pensioenrichtlijn geldt (zie par. 2.2.2). Het Europese effectiviteitsbeginsel staat bovendien geen gedoogbeleid toe. Zie par. 6.2.

241 Volgens het HvJEU “kan een richtlijn uit zichzelf geen verplichtingen aan particulieren opleggen” (HvJEG 26 februari 1986, C-152/84 (Marshall I)).

242 Art. 258 e.v. VWEU.

ten gunste van de uitbesteder en haar toezichthouders.<sup>243</sup> Zulke maatregelen en bedingen zijn niet voorgeschreven als er geen sprake is van uitbesteding in de zin van de wet. Op het eerste gezicht lijkt het daarom van groot belang om precies te bepalen of er sprake is van uitbesteding in de zin van de wet of van quasi-uitbesteding. Toch moet dat belang worden gerelativeerd.

De uitbestedingsregels zijn te beschouwen als een (onvolkomen) invulling van de eisen aan een beheerste en integere bedrijfsvoering<sup>244</sup> in situaties van uitbesteding. Of er nu wel of geen sprake is van uitbesteding in de zin van de wet, aan de eis over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken, moet *altijd* worden voldaan. Schakelt een pensioenfonds bijvoorbeeld een custodian in, dan hoeft het weliswaar niet aan de uitbestedingsregels te voldoen; het moet even goed passende maatregelen nemen om de risico's adequaat te beheersen.<sup>245</sup> Het ligt dan voor de hand om, voor zover proportioneel en passend, aan te sluiten bij de uitbestedingsregels.

Een dergelijke reflexwerking leidt bij een uitbesteding die de materialiteitsdrempel niet haalt, tot soepele eisen: de risico's zijn immers kleiner. Bij een deelneming in een beleggingsinstelling zijn de risico's niet kleiner, ook al is er geen sprake van uitbesteding. Toch laten de uitbestedingsregels zich niet een op een toepassen. Een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen is voor een deelnemer (normaal gesproken) uitgesloten.<sup>246</sup> De deelnemer moet andere maatregelen nemen om toch een adequate beheersing van risico's te verzekeren. Hij kan bijvoorbeeld voorafgaand aan het nemen van de deelnemingsrechten een uitgebreide due diligence verrichten

243 Zie hoofdstuk 6 voor zulke maatregelen en bedingen. De bedingen ten gunste van de toezichthouder behandel ik in par. 6.6.2.

244 Art. 143 Pw (art. 3:17, 4:14 en 4:15 Wft).

245 In het specifieke geval van aanstellen van een custodian ligt het bovendien voor de hand om aan te sluiten bij de AIFMD-eisen aan ondernemingen die als bewaarder van alternatieve beleggingsinstellingen mogen optreden (art. 21, lid 3, AIFMD, geïmplementeerd in art. 4:37h en 4:37i Wft).

246 De beheerder moet immers alle deelnemers gelijk behandelen (art. 83, lid 2, Bgfo). Hij kan daarom geen rekening houden met individuele wensen van deelnemers. Met de invoering van de AIFMD is overigens een uitzondering mogelijk op de gelijke behandeling: een belegger mag een voorkeursbehandeling toekomen, mits die in de statuten is geregeld (art. 83a, lid 1, Bgfo jo. art. 12, lid 1, slot, AIFMD). Als regel zullen de overige deelnemers weinig animo voelen om hun recht op een gelijke behandeling op te geven, zodat deze uitzondering vooral van betekenis is bij oprichting van de beleggingsinstelling en niet zozeer wanneer een pensioenfonds wenst toe te treden.

met veel aandacht voor het beleggingsbeleid dat over de jaren is gevoerd. Uiteraard moet het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling passen in zijn eigen beleggingsbeleid.<sup>247</sup>

Het onderscheid tussen uitbesteding en quasi-uitbesteding is ook voor cliënten of begunstigden en voor toezichthouders minder groot dan het op het eerste gezicht lijkt. De begunstigde behoudt immers zijn verbintenrechtelijke uitspraken jegens het pensioenfonds, ongeacht of het fonds uitbestedt. Voor cliënten van financiële ondernemingen is dat niet anders.<sup>248</sup>

Voor de naleving van verplichtingen jegens de toezichthouder geldt in grote lijnen hetzelfde. De uitbestedingsregels dienen ter verzekering dat de (uitbestedende) onderneming haar (overige) verplichtingen nakomt. Ook zonder uitbestedingsregels was de onder toezicht staande onderneming (uiteraard) even goed gehouden tot naleving van die verplichtingen. Zo kan DNB een boete opleggen aan pensioenfondsen die niet tijdig de staten aanleveren, en is het irrelevant als die pensioenfondsen een derde met die activiteit hebben belast.<sup>249</sup> Evenzo vanzelfsprekend moet een onder toezicht staande instelling ook bij quasi-uitbesteding aan haar verplichtingen voldoen. Zo moet een pensioenfonds beleggen conform de prudent person-regel, ook als het uitsluitend belegt via beleggingsinstellingen. Dat de deelneming in een beleggingsinstelling geen uitbesteding is, verandert daar niets aan.

Echter, onder omstandigheden *kan* de inschakeling van een derde een belemmering van het toezicht opleveren. Als er immers geen sprake is van uitbesteding in de zin van de wet, dan hoeft van de dienstverlener niet te worden bedongen dat hij informatie rechtstreeks aan de toezichthouder ter beschikking stelt of meewerkt aan een eventueel onderzoek ter plaatse.<sup>250</sup> Dat is geen probleem wanneer de activiteiten terecht komen bij

---

247 DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013, p. 4-7, onder de kopjes "Bij gebruik van beleggingsfondsen".

248 Zie ook par. 7.3.2, par. 7.3.3 en par. 7.4.

249 Zie bijv. Boetebesluit DNB aan Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Media PNO, 12 september 2014, met kenmerk 2014/872880 en Boetebesluit DNB aan Stichting Pensioenfonds WPG Uitgevers, 7 november 2014, met kenmerk 2014/911605.

250 Zie art. 13, sub d en g, Bupw (voor pensioenfondsen); art. 31, lid 2, sub a en d, Bpr (voor DNB-vergunde ondernemingen); art. 31, lid 2, sub h en i, Bgfo (voor zuivere beleggingsondernemingen). Zie ook par. 6.6.2.



een partij die in Nederland is gevestigd. De Nederlandse toezichtmedewerkers kunnen in dat geval hun Awb-bevoegdheden gebruiken.<sup>251</sup>

In het kader van het vermogensbeheer komt het echter vaak voor dat partijen worden ingeschakeld die zijn gevestigd in Groot-Brittannië of de Verenigde Staten. In dat geval kan de Nederlandse toezichthouder zijn buitenlandse collega-toezichthouder verzoeken om voor hem controlewerkzaamheden te verrichten.

Is het verzoek gericht aan een toezichthouder uit een EER-lidstaat, dan is die collega-toezichthouder verplicht medewerking te verlenen, voor zover het gaat om verplichtingen die voortvloeien uit het Europese recht.<sup>252</sup> Dit volgt uit de Europeesrechtelijke loyaliteitsverplichting.<sup>253</sup> Tot medewerking aan de controle op zuiver Nederlandse verplichtingen zijn zij niet verplicht. De Britse toezichthouder hoeft dus niet op verzoek van DNB bijvoorbeeld informatie op te vragen over de kostenstructuur van een Britse *collective investment scheme* waarin een Nederlands pensioenfonds deelneemt.

Is de dienstverlener buiten de EER gevestigd, dan is het helemaal de vraag in hoeverre een verzoek van de Nederlandse toezichthouder aan de buitenlandse collega-toezichthouder om voor hem controlewerkzaamheden te verrichten, resultaat heeft. Er bestaan in internationaal verband vele samenwerkingsovereenkomsten.<sup>254</sup> Bij die samenwerkingsovereenkomsten zijn echter nooit de toezichthouders van alle landen betrokken. Op deze wijze is het voor DNB lastig om inzicht te krijgen in de gang van zaken bij een *collective investment scheme* of *custodian* die is gevestigd op de Bahama's of in Hong Kong.

Ook dan moet het belang worden gerelativeerd. Een onderzoek ter plaatse blijft weliswaar buiten beeld. Het pensioenfonds blijft zelf echter verplicht om op verzoek alle relevante informatie aan de toezichthouder te verstrekken. Weigert niettemin de dienstverlener om op zijn beurt de gevraagde informatie te verstrekken of is de geleverde informatie niet bevredigend, dan heeft DNB geen mogelijkheden om eventuele, bij haar levende twijfels weg te nemen. DNB rest dan weinig anders dan het fonds

---

251 Zie par. 6.5.3.

252 Meer precies gaat het om steun "bij de vervulling van de taken die uit de Verdragen voortvloeien" (art. 4, lid 3, VEU).

253 Art. 4, lid 3, VEU. Meer precies gaat het om steun "bij de vervulling van de taken die uit de Verdragen voortvloeien". Zie ook par. 6.6.3.2.

254 Veelal "Memorandum of Understanding" of kortweg "MoU" genoemd. Zie bijv. par. 6.6.3.3.

een (dwingende) aanwijzing te geven om de belegging via de trust te staken.<sup>255</sup> Het fonds heeft er dus alle belang bij om het zover niet te laten komen.

Desalniettemin is het aan te bevelen dat de wetgever, ter voorkoming van deze situatie, bepaalt dat een pensioenfonds of een financiële onderneming zijn bedrijfsvoering niet zodanig inricht dat dit een adequaat toezicht belemmert. Dat gaat verder dan de huidige Wft-bepalingen dat een financiële onderneming niet verbonden mag zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht.<sup>256</sup>

Al met al moet het belang van het onderscheid tussen uitbesteding en quasi-uitbesteding worden gerelativeerd. Niettemin is bij quasi-uitbesteding een belemmering van het toezicht mogelijk. De bepaling dat uitbesteding niet een adequaat toezicht mag belemmeren,<sup>257</sup> is (uiteraard) niet van toepassing; er is immers geen sprake van uitbesteding in de zin van de wet. Het voorschrift dat een financiële onderneming niet in een zodanig ondoorzichtige formele of feitelijke zeggenschapsstructuur met personen verbonden mag zijn dat dit een belemmering voor het adequate toezicht vormt,<sup>258</sup> is vaak ook niet van toepassing. Dat voorschrift ziet op groepsstructuren, terwijl de dienstverlener lang niet altijd een groepsmaatschappij is.<sup>259</sup> Ook overigens bevatten de Pensioenwet, de Wft en de Awb geen bepalingen die verbieden dat een onderneming haar bedrijfsvoering zodanig inricht dat een adequaat toezicht wordt belemmerd. Op dit punt bestaat thans dus een kleine lacune in de wet.

## 2.7 Conclusies

In dit hoofdstuk staan 2 onderzoeksvragen centraal. De eerste onderzoeksvraag betreft of er een gemeenschappelijk systeem ten grondslag ligt aan de diverse, onderling uiteenlopende uitbestedingsregelingen in

---

255 Zie par. 6.8.2 en 6.9.1.

256 Art. 3:16 en 4:13 Wft.

257 Art. 12, sub b, Bupw, art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo.

258 Art. 3:16 en 4:13 Wft. Deze voorschriften hebben geen pensioenrechtelijke pendant.

259 Kamerstukken II, 2004-2005, 29708, nr. 10, p. 241-242 en Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 19, p. 503.

de financiële sector. De onderliggende hypothese dat dat het geval is, is in dit hoofdstuk bevestigd op basis van een onderzoek naar de ontstaansgeschiedenis van deze regelingen.

Het uitgangspunt in het systeem is dat de uitbestedende onderneming jegens haar toezichthouder en jegens haar cliënten respectievelijk begunstigen volledig verantwoordelijk blijft voor het handelen of nalaten van haar dienstverlener als was het haar eigen handelen of nalaten. Om die verantwoordelijkheid te kunnen nakomen, moet zij "in control" blijven over de uitbestede werkzaamheden.

Door de uitbesteding verlaten de werkzaamheden weliswaar de eigen organisatie. Juridisch blijven de uitbestede werkzaamheden echter deel uitmaken van de eigen bedrijfsvoering van de uitbestedende onderneming. De uitbestedingsregels zijn naar mijn mening te begrijpen als een invulling dan wel verruiming van de eis dat een pensioenfonds of financiële onderneming over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikt.

Door de uitbestedingsregels te begrijpen als een invulling van een beheerste en integere bedrijfsvoering, wordt ook duidelijk dat de uitbestedingsregels een proportionele toepassing vergen. Weliswaar bevatten de diverse sectorale regelingen soms concrete, precieze voorschriften. Een onderneming die werkzaamheden uitbesteedt, kan niet volstaan met "het afvinken" van sectorale detailvoorschriften. Waar het echt om gaat, is dat risico's worden onderkend en dat daarvoor adequate maatregelen worden getroffen. Dat kan verdergaande maatregelen vergen dan op het eerste oog uit een sectorale regeling blijkt.

Een uitbestedende onderneming doet er goed aan om over de grenzen van de eigen financiële sector heen te kijken. De uitbestedingsregels verschillen weliswaar van sector tot sector. Die verschillen zitten vooral in de mate van uitwerking en soms in formulering. Ze verschillen echter niet in strekking. Ze zijn dan ook alle een uitwerking van het voorschrift over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken.

De tweede onderzoeksvraag betreft de reikwijdte van de uitbestedingsregels: welke uitbestedingen vallen wel en welke vallen niet onder het toepassingsbereik?

Dat toepassingsbereik is te bepalen aan de hand van drie cumulatieve criteria: 1) de dienstverlener is "een derde", 2) de uitbestede werkzaamheden zijn "eigen" aan de eigen bedrijfsvoering, en 3) de uitbestede werkzaamheden zijn "wezenlijk" voor de eigen bedrijfsvoering.

Deze criteria komen in de definitie van “uitbesteding” in de Wft en het Bupw niet allemaal even helder naar voren. Een vergelijking met het toepassingsbereik van de andere uitbestedingsregelingen ondersteunt evenwel de opvatting dat het om deze criteria gaat.

Uit het “derde”-criterium volgt dat een delegatie naar een interne afdeling nooit uitbesteding is, zelfs niet als de afdeling fysiek in een ver buitenland is gevestigd en de werkzaamheden daardoor over de landsgrenzen worden “geëxporteerd”. Een groepsuitbesteding valt daarentegen wél onder het toepassingsbereik (als ook aan de overige twee criteria is voldaan). Een detachering daarentegen is nooit uitbesteding, omdat bij een detachering niet zozeer werkzaamheden aan een derde worden uitbesteed, maar veeleer derden de eigen organisatie worden “binnengetrokken”.

Het criterium van “eigen werkzaamheden” bakent het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels af tot werkzaamheden die “normaal worden verricht binnen de onderneming die uitbesteedt”. Dat betreft de kernactiviteiten en de werkzaamheden die daaraan ondersteunend zijn. Tot de “eigen” werkzaamheden behoren niet de werkzaamheden die een onderneming niet zelf kán verrichten. Ook werkzaamheden die hij weliswaar wel in theorie, maar realiter niet zelf kan verrichten, behoren niet tot de “eigen” werkzaamheden.

Tot slot moeten de werkzaamheden van “wezenlijk” belang zijn. Dat is bij vergunningplichtige werkzaamheden per definitie het geval. Bij ondersteunende werkzaamheden moet dat van geval tot geval worden gezien. Bepalend is de omvang van de (negatieve) gevolgen voor de uitbestedende onderneming en haar klanten wanneer problemen in de dienstverlening zouden ontstaan. Het is echter niet mogelijk om in zijn algemeenheid een scherpe scheidslijn te trekken tussen wezenlijke en niet-wezenlijke uitbestedingen. Wat voor de ene onderneming een bijzaak is, is voor een andere onderneming een halszaak. Het belang kan ook in de loop van de tijd veranderen. Een uitbesteding die eerst “niet-wezenlijk” was, kan wezenlijk worden. Andersom is ook mogelijk. Bij het bepalen of een uitbesteding “wezenlijk” is, moet men abstraheren van eventuele omstandigheden die de uitbestedingsrisico’s beperken. De omstandigheid dat de dienstverlener zelf onder financieel toezicht staat of een groepsmaatschappij is, doet niet af aan het wezenlijke karakter van de activiteit zelf. Ze kunnen wel redenen zijn om minder (aanvullende) beheersingsmaatregelen te nemen. Het verdient overigens aanbeveling om daar terughoudend in te zijn, omdat het maar de vraag is hoe risicobeperkend deze genoemde omstandigheden werkelijk zijn. De in de praktijk wel levende

veronderstelling dat de uitbestedingsregels categorisch niet van toepassing zijn bij een incidentele uitbesteding, is onjuist. Niet de duur van de uitbestedingsrelatie, maar de aard en omvang van de risico's zijn bepalend. Bij incidentele uitbestedingen zal de omvang van de risico's vaak beperkt zijn; een vanzelfsprekendheid is dat niet. Ook een onderuitbesteding valt onder het bereik van de uitbestedingsregels. Om zijn verantwoordelijkheid te kunnen nakomen, ontkomt de uitbesteder er niet aan zijn uitbestedingsvoorwaarden bij wijze van kettingbeding in de keten van dienstverlening door te geven.

Het onderscheid tussen uitbestedingen die al of niet onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels vallen, is niet altijd even scherp. Er zijn grensgevallen waarbij niet is voldaan aan de eis dat het om "wezenlijke" werkzaamheden gaat. Er zijn ook grensgevallen waarbij de dienstverlener werkzaamheden verricht die wel degelijk "wezenlijk" zijn voor de opdrachtgever, maar die niet "eigen" zijn aan zijn bedrijfsvoering. Het onderscheid tussen uitbestedingen die al dan niet onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels vallen, bepaalt echter wel of de uitbestedingsregels moeten worden toegepast. Dat lijkt allemaal erg zwart-wit. Toch moet het belang van dat onderscheid niet worden overdreven. De uitbestedingsregels vormen een uitwerking van de eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Ook wanneer (net) geen sprake is van een toezichtsrelevante uitbesteding, moet de onderneming een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgen. Hoewel de verplichting daartoe dan niet bestaat, ligt het voor de hand om in zulke gevallen aan te sluiten bij de uitbestedingsregels.



## HOOFDSTUK 3

# VERMOGENSBEHEER DOOR PENSIOENFONDSEN

### 3.1 Inleiding

Vanuit toezichtrechtelijk oogpunt is uitbesteding een beheersingsvraagstuk. Sommige van de risico's die met uitbesteding samenhangen zijn algemeen, zoals het risico dat de dienstverlener zijn bedrijf staakt of dat de kwaliteit van de dienstverlening tegenvalt. Andere risico's zijn meer specifiek voor de activiteiten die worden uitbesteed. Zo bestaat bij uitbesteding van de pensioenadministratie een risico dat de pensioenadministrateur gegevens omtrent de rechtenopbouw van begunstigden onjuist verwerkt. Een verzekeraar die een gevolmachtigd agent inschakelt loopt het risico dat zijn agent hem aan verzekeringsovereenkomsten bindt, die hij niet of niet onder die voorwaarden wenst. Bij een automatiseringsproject bestaat het risico dat de software programmeerfouten bevat of dat na verloop van jaren blijkt dat de documentatie ontbreekt terwijl inmiddels een aanpassing van de software nodig is. Het is onmogelijk om voor alle uitbestedingen in de financiële sector zulke activiteitsspecifieke risico's aan uitbesteding te behandelen. Daarom gebruik ik in dit onderzoek één doorlopend voorbeeld: uitbesteding van het vermogensbeheer door pensioenfondsen.

Op een dergelijke uitbesteding zijn twee verzamelingen regels van toepassing: ten eerste regels die zien op de inhoud en uitvoering van de vermogensbeheertaak en ten tweede regels die sec zien op de uitbesteding (van enige taak). Voor een pragmatische behandeling kies ik ervoor om deze twee verzamelingen regels apart te behandelen. In dit hoofdstuk concentreer ik mij op de regels ten aanzien van het vermogensbeheer door pensioenfondsen. In hoofdstuk 5 ga ik in op de regels inzake de uitbesteding van het vermogensbeheer.

Pensioenfondsen beheren het pensioenvermogen door dit te (laten) beleggen. Het rendement uit beleggingen is nodig om enerzijds te kunnen voorzien in een acceptabel toekomstig inkomensniveau van de begunstigden en anderzijds om de pensioenpremies betaalbaar te houden.<sup>260</sup> Beleggen

---

260 Commissie Frijns 2010, p. 27; Commissie Goudswaard 2010, p. 61-62.

kent echter ook risico's. De regels inzake het vermogensbeheer door pensioenfondsen zijn dan ook gericht op het beheersen van de risico's die met beleggen gepaard gaan. Deze regels sluiten aan bij beleggingstheoretische inzichten. Het is daarom nuttig om eerst een inleiding op de beleggingstheorie te geven. Vanwege het introductie-karakter, beperk ik mij hierbij tot de – veruit – belangrijkste theorie die bekend staat als de “Market Portfolio Theory”.<sup>261</sup> Vervolgens ga ik in op de eisen die aan het beleggingsproces zijn gesteld.

Het is niet mijn bedoeling om de beleggingwetenschap of de voorschriften aan het door (of namens) pensioenfondsen gevoerde vermogensbeheer in detail te bespreken. Ik beoog slechts een schets van de hoofdlijnen te geven opdat een lezer die niet met vermogensbeheer of de pensioenrechtelijke voorschriften bekend is, toch het doorlopende voorbeeld kan volgen van een pensioenfonds dat zijn vermogensbeheer uitbesteedt.

## 3.2 Beleggingstheorie

### 3.2.1 *Risico en rendement*

Vermogen wordt belegd met het oog op rendement. Het rendement kan bestaan uit waardestijging van het onderliggende activum, maar ook uit ontvangsten zoals dividend of rente. In de beleggingstheorie wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds risicovrije beleggingen en anderzijds risicodragende beleggingen. Het rendement op een risicovrije belegging staat op voorhand vast. In werkelijkheid bestaan er geen werkelijk risicovrije beleggingen. Als benadering van risicovrije beleggingen worden gewoonlijk staatsobligaties genoemd.<sup>262</sup>

Het rendement op risicodragende beleggingen staat vooraf niet vast. Het rendement op  $t=1$  – bijvoorbeeld over een jaar – moet daarom worden geschat. Bij dit schatten worden aan rendementsuitkomsten waarschijnlijkheidskansen toegekend. Op basis van die combinaties van

---

261 Voor de geïnteresseerde lezer zij verwezen naar Maatman 2004a, hoofdstuk 7. Voor een uitstekende verdieping wijs ik op Van Setten 2009.

262 Dat die niet werkelijk risicovrij zijn, blijkt wel uit de huidige economische crisis. Zie ook Reinhart & Rogoff 2009. Niettemin mag men veronderstellen dat staatsobligaties met een vaste rentevergoeding en een korte looptijd, en uitgegeven door een staat met een zeer gunstige risicowaardering zoals Duitsland nagenoeg risicoloos zijn.



(geschatte) kansen en uitkomsten wordt een verwacht rendement uitgerekend.<sup>263</sup> Maatman geeft het volgende, vereenvoudigde voorbeeld:<sup>264</sup>

Inleg op t=0	Kans	Eindwaarde	Verwachtingswaarde op t=1
	0,05	0	0
900	0,90	1000	900
	<u>0,05</u>	2000	<u>100</u>
	1		1000

In dit voorbeeld is er een kans van 90% dat de belegging uiteindelijk 1000 waard is, maar ook een kans van telkens 5% dat de eindwaarde nihil respectievelijk 2000 is. De statistisch te verwachten uitkomst is daarmee dat de belegging op t=1 1000 waard zal zijn.

Er bestaat niettemin een kans dat op t=1 de gerealiseerde uitkomst afwijkt van de verwachtingswaarde van 1000. Dat duidt op (beleggings) risico. Het is goed om te beseffen dat risico in de beleggingstheorie niet dezelfde betekenis heeft als in het normale spraakgebruik. In het normale spraakgebruik duidt risico op de kans dat de belegging *minder* oplevert dan de verwachtingswaarde. In de beleggingstheorie duidt risico op de spreiding van de verwachtingswaarden van de beleggingsresultaten. Het kan dus ook gaan om een kans op een *hogere* opbrengst dan verwacht. De spreiding in verwachte uitkomsten wordt ook wel volatiliteit genoemd.

Beleggingen met eenzelfde verwachte eindopbrengst kunnen toch een verschillend risico kennen. Dit wordt duidelijk uit een tweede voorbeeld van Maatman:<sup>265</sup>

Inleg op t=0	Kans	Eindwaarde	Verwachtingswaarde op t=1
	0,20	0	0
900	0,60	1000	600
	<u>0,20</u>	2000	<u>400</u>
	1		1000

Ook in dit voorbeeld is de verwachte waarde van de belegging op t=1 1000. De kans op een afwijkend beleggingsresultaat, ten voordele dan wel ten nadele, is echter aanzienlijk groter. De belegger is minder zeker dat hij op t=1 inderdaad een waarde van 1000 zal hebben.

263 Van Setten 2009, nr. 4.04.

264 Maatman 2004a, p. 242. De vereenvoudiging zit erin dat in werkelijkheid natuurlijk veel meer eindwaardes mogelijk zijn met hun bijbehorende kansen.

265 Maatman 2004a, p. 242.

Natuurlijk kan het de belegger ook meezitten: de kans dat hij méér dan 1000 overhoudt, is immers ook groter. Daar staat dan weer tegenover dat die mogelijkheid gepaard gaat met de eveneens grotere kans dat de belegger met lege handen komt te staan. Beleggers zijn echter van nature risico-avers.<sup>266</sup> Een belegger die kan kiezen uit twee beleggingen met eenzelfde verwachtingswaarde voor wat betreft het rendement, maar met een verschillende volatiliteit (risico), heeft een voorkeur voor de belegging met de kleinste volatiliteit. Een groter risico wordt slechts geaccepteerd wanneer daar een hoger rendement, een risico-premie, tegenover staat.

In werkelijkheid hebben beleggingen natuurlijk een groter aantal mogelijke eindwaardes dan de drie in elk van de hierboven genoemde voorbeelden. Het rijtje met mogelijke eindwaardes en bijbehorende geschatte kansen is veel langer. Gewoonlijk zal die kansverdeling ook de vorm van een normaalverdeling opleveren.

De volatiliteit van een individuele belegging kan worden uitgedrukt in een statistische maat: de standaarddeviatie.<sup>267</sup> Een andere veelgebruikte maat is de variantie of VAR.<sup>268</sup> Vermeldenswaard is ook het gebruik van stress testing om zogenaamde staartrisico's op te sporen.<sup>269</sup>

---

266 Zie Van Baalen 2006, p. 129. Voor de financieel-economische literatuur, zie bijv. Blake 1996 en Friedman & Savage 1948.

267 De standaarddeviatie wordt berekend als de wortel van het gemiddelde van de kwadraten van de afwijkingen ten opzichte van de verwachtingswaarde. In het eerste voorbeeld is de standaarddeviatie  $\sqrt{((-1000)^2 + (0)^2 + (1000)^2)} \approx 316$ . De standaarddeviatie in het tweede voorbeeld bedraagt ca. 632.

Het gebruik van standaarddeviatie is erg praktisch. De kansverdeling van verwachte rendementsuitkomsten zal gewoonlijk een normaalverdeling opleveren. Dan mag worden verwacht dat het beleggingsresultaat in ca. 68% van de gevallen binnen 1 standaarddeviatie van de verwachtingswaarde van de belegging zal uitkomen, in ca. 95% van de gevallen binnen 2 standaarddeviaties en in ca. 99,7% binnen 3 standaarddeviaties. (In het geval van het eerste voorbeeld betekent dat dat er een kans van ca. 68% is dat waarde van de belegging op  $t=1$  tussen 684 en 1316 zal liggen).

268 De variantie is eenvoudigweg het kwadraat van de standaarddeviatie. Het gebruik van de variantie is minder handig dan dat van de standaarddeviatie omdat nog een extra handeling nodig is om gebruik te kunnen maken van de regels over spreiding onder een normaalverdeling.

269 Stress testing betreft een vorm van scenario-analyse die gebruikt wordt in aanvulling op de standaarddeviatie. Bij een normaalverdeling kan men met behulp van de standaarddeviatie vrij eenvoudig een bereik vinden waarbinnen de meeste waarschijnlijke uitkomsten zich zullen bevinden. Staartrisico's zijn risico's die zich slechts onder ongebruikelijke omstandigheden zullen voordoen (ze bevinden zich in de "staarten" van de normaalverdeling). Zulke staart-risico's kunnen niettemin van belang zijn wanneer onder die omstandigheden het verlies ook onverwacht groot zou zijn. Zie ook Van Setten 2009, nr. 4.15.

### 3.2.2 Diversificatie

Belegger Alphons heeft een portefeuille van slechts twee aandelen: een aandeel in onderneming A en een aandeel in onderneming B. Op  $t=0$  zijn beide aandelen 100 waard; de portefeuille is dus 200 waard. Op  $t=1$  zijn er twee mogelijkheden. Mogelijkheid 1 houdt in dat aandeel A dan 110 waard is en aandeel B 95 waard is. In mogelijkheid 2 daarentegen is aandeel A 95 waard en aandeel B 110. In dit voorbeeld hebben beide aandelen hetzelfde risico (spreiding in verwachte rendementsuitkomsten). De portefeuille als geheel levert echter steeds hetzelfde rendement op: 205. Door deze diversificatie blijft risico in de portefeuille in dit voorbeeld volledig uit.

Dit voorbeeld is natuurlijk erg gestileerd, maar het toont duidelijk het effect van diversifiëren. Het is niet waarschijnlijk dat twee verschillende beleggingen steeds hetzelfde koersverloop laten zien.<sup>270</sup> Een koersstijging bij de ene belegging kan gepaard gaan met een koersdaling bij een andere belegging. Het resultaat is dat het risico in de portefeuille kleiner is dan de optelsom van het risico van twee individuele beleggingen.<sup>271</sup> Een deel van het risico in een portefeuille wordt zodoende weggediversifieerd.<sup>272</sup> Afhankelijk van de onderlinge correlaties tussen beleggingen, kan dit zelfs leiden tot de – ietwat contra-intuïtieve – uitkomst dat toevoeging van een zeer risicovolle (volatiele) belegging aan een verder risico-arme beleggingsportefeuille, het risico verder verkleint. Het effect van diversificatie kan oplopen tot een risicoreductie van wel 70%.<sup>273</sup>

De koersen van beleggingen hangen evenwel vaak samen met de beweging van “de markt”.<sup>274</sup> Bij een stijgende markt gaan rendementen van beleggingen gewoonlijk omhoog, en andersom. De algehele beweging van de markt wordt wel “systematisch risico” (of marktrisico) genoemd<sup>275</sup> en alle overige factoren “onsystematisch risico”. Omdat de koersen van individuele beleggingen vooral samenhangen met de beweging van de markt,

270 Het klassieke voorbeeld is het voorbeeld van twee concurrerende ondernemingen. Het succes van de ene onderneming zal niet zelden ten koste gaan van dat van haar concurrent.

271 Van Setten 2009, nr. 4.16.

272 Maatman & Van der Graaf 2012, p. 12 spreken van “kosteloze risicoreductie”.

273 Maatman 2004a, p. 245.

274 Sharpe 1964.

275 Maatman 2004a, p. 244.

kan elk "onsystematisch risico" worden weg-gediversifieerd.<sup>276</sup> De consequentie daarvan is dat marktrisico het enige relevante risico is.<sup>277</sup>

### 3.2.3 De optimale of efficiënte portefeuille en aanpassing aan de "risk appetite"

Bij het samenstellen van hun beleggingsportefeuille proberen beleggers om enerzijds hun verwachte rendement zo hoog als mogelijk te maken en anderzijds het risico zo klein als mogelijk. Met het oog op risicoreductie proberen zij ook hun portefeuille maximaal te diversifiëren. Met deze twee gegevens is het mogelijk om een portefeuille te bepalen die het hoogste verwachte rendement per eenheid risico oplevert. Deze beleggingsportefeuille wordt *de optimale beleggingsportefeuille* of *de marktportefeuille* genoemd.<sup>278</sup> Bij het samenstellen van de optimale beleggingsportefeuille gaat het dus niet meer om het risico of rendement van een individuele belegging, maar om wat die individuele belegging in termen van risico en rendement toevoegt aan het risico- en rendementsprofiel van de *totale* portefeuille. Het gaat, anders gezegd, om de correlatie tussen het rendement van de individuele belegging en de totale beleggingsportefeuille. Deze correlatie wordt uitgedrukt in de statistische maat covariantie. Voor de duidelijkheid benadruk ik hier dat de optimale beleggingsportefeuille enkel risicodragende beleggingen betreft. Bij risicovrije beleggingen valt er immers niets te diversifiëren.

In theorie zou elke belegger op de, qua samenstelling, zelfde efficiënte portefeuille moeten uitkomen. Elke belegger probeert immers het hoogste rendement per eenheid risico te behalen en daarbij zoveel mogelijk weg

---

276 Natuurlijk kan de koers van een individuele onderneming of zelfs een hele sector zich in een andere richting bewegen dan de markt. Dit duidt op volatiliteit en dus op risico. Ze worden "firm risk" en "industry risk" genoemd en zijn voorbeelden van wat Sharpe "onsystematisch risico" noemde. Deze risico's laten zich echter goed wegdiversifiëren. Maatman 2004a, p. 244 geeft een voorbeeld uit de olie-industrie. Waar de oliesector in 1973 hard getroffen werd door het olie-embargo, profiteerde onder meer de gaswinningssector. Waar Exxon in 1989 last had van het ongeluk met de Exxon Valdez, kon een individuele belegger dit risico terugdringen door niet alleen in aandelen Exxon, maar ook in aandelen van concurrerende oliebedrijven te beleggen. Hij voegt eraan toe dat in zijn algemeenheid het succes van de ene onderneming vaak ten koste van haar concurrenten gaat.

277 Maatman 2004a, p. 245 meldt dat het systematisch of marktrisico ca. 30% van het totale risico van een individuele belegging bedraagt. De Industry risk en firm risk die samen het diversifieerbare onsystematische risico vormen (zie voetnoot 283) bedragen respectievelijk ca. 50% en ca. 20%. Het effect van diversificatie kan daardoor oplopen tot ca. 70%.

278 Andere benamingen zijn "the efficient frontier" en "the tangent portfolio". Zie Van Setten 2009, nr. 4.17.

te diversifiëren.<sup>279</sup> Enkel de omvang van de portefeuille zou van belegger tot belegger verschillen.<sup>280</sup> De optimale beleggingsportefeuille biedt weliswaar het hoogste rendement per eenheid risico. De hoeveelheid risico die voor een belegger acceptabel is (de "risk appetite") kan echter per belegger verschillen.<sup>281</sup> Het risicogehalte van zijn portefeuille kan echter aan zijn individuele wensen worden aangepast, door aan de efficiënte portefeuille risicovrije beleggingen<sup>282</sup> toe te voegen.<sup>283</sup> In de resulterende portefeuille is het risiconiveau verlaagd, maar zijn nog steeds alle onsystematische risico's weggediversifieerd.

In de praktijk worden overigens voor de verschillende beleggingscategorieën in een portefeuille vaak gespecialiseerde vermogensbeheerders ingeschakeld. Voor hun deelportefeuilles geldt niettemin hetzelfde. De gespecialiseerde vermogensbeheerder kan een portefeuille samenstellen die voor die specifieke beleggingscategorie het hoogste verwachte rendement per eenheid risico levert: een efficiënte deelportefeuille dus.

Het is dan aan de eindbelegger om zich ervan te verzekeren dat de combinatie van efficiënte deelportefeuilles uiteindelijk een efficiënte totaalportefeuille oplevert. Dat gebeurt door te zorgen dat elke deelportefeuille qua omvang steeds in dezelfde verhouding tot de totale portefeuille blijft staan. Een (totaal)portefeuille is immers opgebouwd uit beleggingscategorieën en elke deelportefeuille staat voor een specifieke beleggingscategorie. De som van efficiënte deelportefeuilles levert dan, mits ze in de juiste onderlinge verhoudingen blijven, een efficiënte totaalportefeuille op.

---

279 De onderliggende aanname is dat beleggers bij het samenstellen van hun portefeuille niet financieel beperkt worden. Met een klein vermogen is het immers niet mogelijk om een portefeuille samen te stellen die een representatieve weergave vormt van alle beschikbare beleggingen ("de markt").

280 Tobin 1958.

281 Immers, hoewel elke belegger zal proberen zijn rendement te optimaliseren, zal voor sommige beleggers een kans van  $x\%$  dat  $y\%$  van de waarde van de portefeuille verdampt niet acceptabel zijn. Dat kan bijv. het geval zijn voor een pensioenfonds met een groot bestand aan gepensioneerden en dientengevolge hoge, vaststaande, uitgaande kasstromen. Zou er een gerede kans bestaan dat het vermogen door een ongunstig uitpakkt beleggingsresultaat scherp daalt, dan bestaat een gerede kans dat het fonds de pensioenverplichtingen niet (meer) kan nakomen.

282 Als risicovrije beleggingen worden gewoonlijk staatsobligaties genoemd. Dat die niet werkelijk risicovrij zijn, blijkt wel uit de huidige economische crisis. Zie voetnoot 269.

283 Zie Van Setten 2009, nr. 4.22 en 4.18.

### 3.2.4 Efficiënte-markthypothese

Alle beleggers proberen een zo hoog mogelijk rendement per eenheid risico te behalen. Het lopen van risico wordt zoveel als mogelijk vermeden, tenzij daar een acceptabele vergoeding (een "risicopremie") tegenover staat. Wordt geen acceptabele risicopremie ontvangen, dan wenden beleggers zich tot aanbieders van risicovrije beleggingen.

Om zo goed mogelijk in staat te zijn een efficiënte portefeuille te bepalen, is het voor beleggers interessant om zoveel mogelijk informatie over potentiële beleggingen te verzamelen. Gewapend met die informatie kunnen ze immers bepalen welke beleggingen de meest gunstige risico-rendementsverhouding bieden. Het gevolg is dat er op aanbieders van risicodragende beleggingen met een ongunstige risico-rendementsverhouding, druk ontstaat om een hoger rendement te bieden. Aanbieders die een gunstige risico-rendementsverhouding bieden hebben daarentegen een prikkel om een lager rendement te bieden: zo houden ze zélf meer winst over, terwijl zij hun beleggingsproduct nog steeds kunnen verkopen. Het resultaat van deze marktwerking is dat alle beleggingen, zo gezegd, aan marktconforme risico-rendementsprofielen gaan voldoen.<sup>284</sup>

Risico- en rendementsverwachtingen van beleggingen zijn niet onveranderlijk. Beleggers concurreren met elkaar om als eerste over nieuwe informatie over risico en rendement van beleggingen te beschikken. Die informatie stelt hen immers in staat een prijsvoordeel te behalen door onderprijsde beleggingen te kopen en overprijsde beleggingen te verkopen. De veranderingen in vraag en aanbod zorgen ervoor dat de prijzen zich aanpassen totdat alle beleggingen weer eenzelfde risico-rendementsverhouding bieden.<sup>285</sup>

Hoe actiever beleggers informatie vergaren over potentiële beleggingen, hoe sneller deze informatie in de marktprijzen verwerkt wordt. In een ideale situatie zou te allen tijde *alle* informatie in de marktprijzen verwerkt zijn. Men spreekt dan van "efficiënte markten" en deze notie heet de "efficiënte-markthypothese".<sup>286</sup>

---

284 Men spreekt van de "efficient frontier". Zou men een grafiek maken waarbij de ene as het risico en de andere as het rendement aangeeft, en zou men alle beschikbare beleggingen in die grafiek intekenen, dan moeten (in een werkelijk efficiënte markt) alle puntjes op één lijn liggen. Beleggingen die in de grafiek niet op die lijn liggen, zijn of te hoog geprijsd en onverkoopbaar, of te laag geprijsd waardoor de verkoper zichzelf te kort doet.

285 Van Setten 2009, nr. 4.24 en 4.25.

286 Zie: Van Setten 2009, nr. 4.31-4.35. Ze wordt soms ook de "random walk theory" genoemd (Malkiel 1999, p. 193-195).

### 3.2.5 “De markt verslaan”: actief vermogensbeheer

Er zit echter een paradox in de hypothese. Markten zijn efficiënter, naarmate beleggers actiever op zoek zijn naar marktinformatie. Maar als markten volledig efficiënt waren, loonde het niet om die marktinformatie te zoeken. Uit onderzoek blijkt dat de kapitaalmarkten inderdaad niet helemaal efficiënt zijn, maar wel in sterke mate.<sup>287</sup>

Dit betekent dat er ruimte is voor actieve beleggers om op zoek te gaan naar inefficiënties op de markt. Beleggers die erin slagen om zulke inefficiënties op te sporen, kunnen die informatie gebruiken om een buitengewoon rendement te behalen. Tamelijk veel vermogensbeheerders pretenderen dat zij daar ook in slagen, dat zij inderdaad beter presteren dan de markt. Vermogensbeheerders krijgen vaak ook een beleggingsmandaat op grond waarvan zij actief mogen afwijken van de vastgestelde efficiënte portefeuille met het oog op het behalen van zulke buitengewone rendementen. Zij worden *actieve* vermogensbeheerders genoemd.

Onderzoek laat echter, in het beste geval, gemengde resultaten zien over het succes van actieve vermogensbeheerders. Een vermogensbeheerder kan immers ook door toeval een bovengemiddeld resultaat behalen. Een gemiddelde vermogensbeheerder moet in ieder geval niet in staat worden geacht om consistent betere resultaten dan de markt te behalen.<sup>288</sup> Actieve vermogensbeheerders maken bovendien meer kosten. Indien en voor zover er al sprake is van bovengemiddelde rendementen, is het nog maar de vraag of de extra kosten daar tegenop wegen.<sup>289</sup> Bovendien impliceert actief vermogensbeheer dat wordt afgeweken van de efficiënte portefeuille en daarmee een blootstelling aan (diversifieerbare) onsystematische

287 Zie: Van Setten 2009, nr. 4.34. Een praktisch reden is bijvoorbeeld dat de marktportefeuille zich nu eenmaal niet exact laat bepalen. De marktportefeuille zou alle risicodragende beleggingen moeten omvatten. In de praktijk wordt daarom gebruik gemaakt van zeer breed samengestelde financiële indices zoals de FTSE All Share Index. In een efficiënte markt zou een breed samengestelde financiële index immers een goede afspiegeling moeten vormen van de marktportefeuille.

288 AFM De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen 2011 en de daar vermelde literatuur; Van Setten 2009, nr. 4.38 en de daar genoemde literatuur; Commissie Frijns 2010, p. 39-40. Ook DUFAS erkent dat “de markt verslaan” niet eenvoudig is en dat slechts weinig actieve vermogensbeheerders daar consistent in slagen. Zij benadrukt evenwel dat het dus wel kán en dat het bij het aanstellen van een actieve vermogensbeheerder aankomt op een goed selectieproces (DUFAS Actief beleggen en indexbeleggen 2010, hoofdstuk 6).

289 De kosten van actief beheerde *beleggingsfondsen* liggen al gauw 100 basispunten hoger dan bij passief beheerde fondsen (AFM Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw 2009, p. 26). Voor actief *individueel vermogensbeheer* liggen de kosten vermoedelijk in vergelijkbare mate hoger.

risico's. Voor een belegger is van belang hoe hij dit risico kan beheersen en het mogelijke succes van een actieve vermogensbeheerder kan meten. Er is dus alle reden om hier dieper op in te gaan.

### 3.2.6 *Beheersen van actief risico*

Hoe kan een belegger die zijn vermogensbeheerder heeft gemandateerd tot het voeren van actief vermogensbeheer, ervoor zorgen dat dat actieve vermogensbeheer niet tot onverantwoorde risico's leidt? Die vraag is relevant, omdat pensioenfondsen (en andere beleggers) vaak actieve vermogensbeheerders inschakelen. De commissie Frijns constateerde dat pensioenfondsen hun vermogensbeheerders te veel vrijheidsgraden lieten bij het voeren van actief vermogensbeheer.<sup>290</sup> Actieve vermogensbeheerders hebben bovendien een prikkel om bovengemiddelde rendementen te behalen: zij ontvangen dan een bonus. Valt het rendement evenwel tegen, dan lopen zij enkel de bonus mis. Het verlies op de beleggingen is voor de belegger zelf.<sup>291</sup> Het beheersen van actief risico is overigens ook van belang wanneer het pensioenfonds over een interne uitvoeringsorganisatie beschikt die actief vermogensbeheer voert. In het hierna volgende zal ik evenwel steeds spreken van vermogensbeheerder, ongeacht of het een interne of externe uitvoerder is.

#### a) Bepalen van een representatieve benchmark

Beheersing van actief risico bestaat uit een aantal stappen. De eerste stap is het bepalen van een representatieve *benchmark*.

Van een actieve vermogensbeheerder mag worden verwacht dat hij minimaal eenzelfde rendement behaalt als gemiddeld. Als het behaalde rendement niet minimaal gelijk is aan dat gemiddelde, dan had de belegger beter een passieve vermogensbeheerder kunnen inschakelen.<sup>292</sup> Omdat het uiteindelijke rendement kan tegenvallen ten opzichte van de verwachtingen, moet de benchmark ook meebewegen met de markt. Daarom wordt in de praktijk gebruik gemaakt van zeer breed samengestelde financiële

---

290 Commissie Frijns 2010, p. 42-43. Zie ook DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 2.

291 Commissie Frijns 2010, p. 45.

292 Een passieve belegger wijkt niet af van de efficiënte portefeuille (die gekenmerkt wordt door maximale risicodiversificatie) zodat er minder risico wordt gelopen dan bij actief vermogensbeheer. Bovendien is actief vermogensbeheer duurder doordat er meer transacties worden gesloten.



indices, zoals de *FTSE All Share Index*.<sup>293</sup> In een efficiënte markt zou een breed samengestelde financiële index immers een goede afspiegeling moeten vormen van de efficiënte portefeuille.

Voor gespecialiseerde vermogensbeheerders moet een index gebruikt worden die representatief is voor het segment waarop die vermogensbeheerder actief is. Gebruik van een niet-representatieve benchmark kan ertoe leiden dat de vermogensbeheerder de benchmark al verslaat (en aanspraak krijgt op de bonus) zonder iets bijzonders te hoeven doen. Voor bijvoorbeeld een vermogensbeheerder die wereldwijd in vastgoed belegd is de *FTSE All Share Index* niet representatief en kan beter de *FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series* worden gebruikt.

b) Meten van het bovengemiddelde rendement

Het doel van actief vermogensbeheer is het behalen van een bovengemiddeld rendement. Is een representatieve benchmark bepaald, dan wordt het bovengemiddelde rendement bepaald als het verschil tussen het werkelijk behaalde rendement en het rendement wanneer conform de benchmark zou zijn belegd. Dit wordt de alfa ( $\alpha$ ) genoemd. Een negatieve  $\alpha$  duidt op een ondergemiddeld rendement.

c) Meten van het bovengemiddelde risico

Actief vermogensbeheer betekent (tijdelijk) afwijken van de gekozen benchmark. Omdat de benchmark representatief is voor de efficiënte portefeuille, betekent dit ook dat er extra risico wordt genomen. Men spreekt van "actief risico". De efficiënte portefeuille wordt namelijk gekenmerkt door maximale risicodiversificatie.

Het bepalen van de omvang van dit actieve risico is nodig om twee redenen. Ten eerste moet worden voorkomen dat door het nemen van dit extra risico de "risk appetite" van de belegger wordt overschreden. Ten tweede zegt het behalen van een bovengemiddeld rendement op zichzelf niet zoveel over de prestatie van de vermogensbeheerder. Een vermogensbeheerder kan al meer rendement behalen, enkel door meer risico te nemen. Aan het nemen van risico is immers een risicopremie gekoppeld. Dat houdt echter geen verband met het voorspellen welke beleggingen het

---

293 Van Setten 2009, nr. 4.28.

De *FTSE All Share Index* omvat de aandelen van ca. 630 aan de Londense beurs genoteerde ondernemingen. Deze ondernemingen vertegenwoordigen ca. 98% van de beurswaarde van in het Verenigd Koninkrijk genoteerde ondernemingen. Zie *FTSE All Share Index Factsheet* ([http://www.ftse.com/Indices/UK\\_Indices/Downloads/FTSE\\_All-Share\\_Index\\_Factsheet.pdf](http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/FTSE_All-Share_Index_Factsheet.pdf)).

beter zullen doen dan de markt. Het gaat erom het rendement te verhogen, zonder het risico disproportioneel te verhogen.<sup>294</sup> Een vermogensbeheerder die veel extra rendement heeft behaald en slechts een beetje extra risico heeft genomen, heeft een betere prestatie geleverd dan de vermogensbeheerder die een beetje extra rendement heeft behaald door veel extra risico te nemen.

Het actieve risico wordt gewoonlijk gemeten als “tracking error”. De tracking error is een maat voor de afwijking tussen de gerealiseerde beleggingsportefeuille en de benchmark. Hoe hoger de tracking error, hoe meer er wordt afgeweken van de benchmark. Voor tracking error bestaan echter uiteenlopende definities. In de meest gangbare definitie is tracking error de standaarddeviatie van de  $\alpha$ -waarde.<sup>295</sup> Het gaat, in andere woorden, om de volatiliteit van het bovengemiddelde rendement.<sup>296</sup> Voor het meten van tracking error bestaan modellen van professionele dienstverleners.<sup>297</sup>

d) Ex ante risicobudgettering

Ex ante kan de belegger zijn blootstelling aan actief risico beperken door met de actieve vermogensbeheerder overeen te komen dat het actieve risico binnen bepaalde grenzen blijft. Ook nu is van belang dat de belegger en zijn vermogensbeheerder overeenstemming met elkaar bereiken over de wijze waarop de ex ante tracking error berekend wordt. Ex ante kan risico immers slechts worden geschat.<sup>298</sup>

e) Ex post prestatiebeoordeling

Eerder werd al aangehaald dat het behalen van een bovengemiddeld rendement op zichzelf niets zegt over een bijzondere prestatie van de vermogensbeheerder. Een hoger rendement kan immers ook worden behaald door meer risico te nemen. Dat zegt niets over een vermogen om te voorspellen welke activa meer rendement zullen opleveren.<sup>299</sup> Om ex post de prestatie van de actieve vermogensbeheerder te beoordelen, worden diverse maten gebruikt. De meest gebruikte is de “information ratio”. Deze maat is

---

294 Van Setten 2009, nr. 4.39.

295 Van Setten 2009, nr. 4.43.

296 Van Setten 2009, nr. 4.43. In deze, tamelijk grove benadering worden rendement en risico niet apart gemeten, maar herkent men wel de basisnotie dat er een verband tussen de twee bestaat.

297 Van Setten 2009, nr. 4.44.

298 Van Setten 2009, nr. 4.44.

299 Zie hierboven, p. 70, onder c) “meten van het bovengemiddelde risico”.

gedefinieerd als  $\alpha$  / tracking error. Ze combineert dus het gemeten bovengemiddelde rendement en het gemeten bovengemiddelde risico.

### 3.3 Regels ten aanzien van de beleggingen

De regels in de Pensioenwet die het beleggingsbeleid van pensioenfondsen bepalen, zijn ontleend aan de Pensioenrichtlijn. Artikel 18 van de Pensioenrichtlijn bepaalt dat pensioenfondsen een beleggingsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met de prudent person-regel en met name de volgende voorschriften:<sup>300</sup>

- de activa worden in het belang van de begunstigten belegd;
- 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 activa die ter dekking van de technische voorzieningen worden aangehouden, worden belegd op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen;
- de activa worden hoofdzakelijk op gereguleerde markten belegd;
- beleggingen in derivaten zijn beperkt toegestaan;
- de activa worden naar behoren gediversifieerd;
- concentratierisico wordt vermeden;
- beleggingen in bijdragende ondernemingen<sup>301</sup> zijn beperkt toegestaan;
- het aangaan van leningen is niet toegestaan<sup>302</sup>; en
- de beleggingen worden prudent gewaardeerd.<sup>303</sup>

300 Art. 18 Pensioenrichtlijn, geïmplementeerd in art. 135 Pw en art. 13 Besluit FTK.

301 De bijdragende onderneming, ook wel "sponsor" genoemd, is doorgaans de bij de pensioenovereenkomst betrokken werkgever. Uit de definitie blijkt dat het gaat om een onderneming die, in het kader van de uitvoering van pensioenovereenkomsten of uitvoeringsovereenkomsten, enige geldsom voldoet aan de pensioen-uitvoerder (art. 1 Pw).

302 Art. 18, lid 2, Pensioenrichtlijn. Het gaat hier niet om het verstrekken van leningen aan derden. Het gaat hier om het aangaan van een lening om met het geleende geld te beleggen. Een dergelijke constructie met hefboomwerking kan tot extra rendement lijden, maar ook tot (een groter) verlies. Tijdelijke leningen in verband met liquiditeitsdoelstellingen zijn overigens wel toegestaan.

303 Art. 18, lid 1, sub d, Pensioenrichtlijn. Nederland heeft dit in nader ingevuld door te bepalen dat de beleggingen moeten worden gewaardeerd op basis van marktwaardering. Onder marktwaarde moet worden verstaan: "het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn" (art. 135, lid 1, sub c, Pw jo. art. 13, lid 6 Besluit FTK).

Het toepassingsbereik van de diversificatie-eis is overigens in zoverre beperkt dat lidstaten mogen bepalen dat die eis niet van toepassing is op beleggingen in staatsobligaties.<sup>304</sup> Nederland heeft van die mogelijkheid gebruik gemaakt.<sup>305</sup> Die keuze staat (tegenwoordig) aan kritiek bloot.<sup>306</sup>

De mogelijkheden van lidstaten om verdergaande eisen te stellen zijn beperkt. Lidstaten mogen niet verlangen dat pensioenfondsen in bepaalde activa beleggen, mogen geen voorafgaande goedkeuring of systematische kennisgeving van beleggingsbesluiten verplicht stellen, en mogen slechts kwantitatieve beleggingsrestricties vaststellen indien deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn en bovendien aan aanvullende eisen voldoen.<sup>307</sup> Nederland heeft geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om aanvullende kwantitatieve beleggingsrestricties te stellen.

De Pensioenrichtlijn is in Nederland thans geïmplementeerd in de Pensioenwet, maar was oorspronkelijk geïmplementeerd in zijn voorloper, de Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW). De PSW bepaalde dat beleggen door een pensioenfonds “op solide wijze” dient te geschieden.<sup>308</sup> Dit werd nader ingevuld in met een referentie aan de prudent person-regel en verdere uitwerkingsvoorschriften die volgden uit de Pensioenrichtlijn.<sup>309</sup> De wetgever meent dat er geen inhoudelijk verschil is tussen de eis van solide beleggen en de prudent person-regel.<sup>310</sup>

### 3.4 Prudent person-regel versus kwantitatieve beleggingsrestricties

Bij het reguleren van beleggingsbeleid staat regelgevers, in grote lijnen, een keuze open tussen prudent person-regels en kwantitatieve beleggingsrestricties.<sup>311</sup> Met beide methoden kan diversificatie van de portefeuille worden afgedwongen.<sup>312</sup> Daarmee wordt het risico-rendementsprofiel van de portefeuille beïnvloed. Zij doen dat echter op verschillende wijzen.<sup>313</sup>

---

304 Art. 18, lid 1, sub f, Pensioenrichtlijn.

305 Art. 135, lid 3, Pw.

306 Maatman 2013 en Maatman & Van der Graaf 2013a, p. 22-23. Hiervoor werd immers reeds aangehaald dat staatsobligaties géén risicovrije beleggingen zijn (voetnoot 269).

307 Art. 18, lid 3-5, Pensioenrichtlijn.

308 Art. 9b PSW.

309 Art. 9ba PSW.

310 Kamerstukken II, 2004-2005, 30104, nr. 3, p. 25; Kamerstukken II, 2004-2005, 30104, nr. 6, p. 3.

311 Davis 2002, p. 157; Hu, Stewart & Yermo 2007, p. 2; Van Leeuwen 2012, p. 16.

312 Maatman 2004a, p. 229; Davis 2002, p. 165. Voor het belang van diversificatie verwijs ik terug naar par. 3.2.2.

313 Maatman 2004a, p. 229; Davis 2002, p. 165.

### 3.4.1 Kwantitatieve beleggingsrestricties

Kwantitatieve beleggingsrestricties beperken de mogelijkheid om in een *bepaald* actief of in een *bepaalde* beleggingscategorie te beleggen. Dat kan door die belegging te verbieden of door een grens te stellen aan de omvang die die belegging mag hebben. Diversificatie wordt dan afgedwongen doordat het overige vermogen in andere beleggingen gestoken moet worden. Een thans geldend voorbeeld is de beperkte mate waarin beleggen in de bijdragende onderneming is toegestaan.

Typerend bij kwantitatieve restricties is dat elke beleggingscategorie of belegging op zichzelf op zorgvuldigheid wordt beoordeeld.<sup>314</sup> Ze worden daarom ook wel een “prudent investment approach” genoemd.<sup>315</sup> Beleggingen met een hoge volatiliteit, geringe liquiditeit of hoog kredietrisico worden veelal uitgesloten.<sup>316</sup> Dit heeft zijn nadelen, omdat dergelijke beleggingen juist gunstig voor de portefeuille kunnen uitpakken. Een belegging met een hoog risico kan een portefeuille veiliger (minder volatiel) maken wanneer de koersbewegingen van de belegging en de portefeuille niet gelijk lopen.<sup>317</sup> Voor een illiquide lening met verhoogd kredietrisico kan een belegger een hogere rente bedingen.<sup>318</sup> Kwantitatieve beleggingsrestricties zijn echter grofmazig; ze houden geen rekening met de samenstelling van de portefeuille *als geheel*. Voorts houden ze geen rekening met de specifieke situatie van een pensioenfonds, zoals de individuele verplichtingenstructuur van een fonds.<sup>319</sup> Ook differentiëren ze niet tussen de kwaliteit van de organisatie van de verschillende pensioenfondsen (of hun vermogensbeheerders). Ze staan daarom in de weg aan effectief vermogensbeheer en leiden tot een suboptimale vermogensallocatie.<sup>320</sup>

314 Maatman 2003, p. 646; en Maatman 2004a, p. 228.

315 Davis 2002, p. 165.

316 Maatman 2003, p. 646.

317 Davis merkt terecht op dat kwantitatieve beleggingsrestricties geen rekening houden met de correlaties tussen beleggingen (Davis 2002, p. 169).

318 Dit voorbeeld ontleen ik aan Maatman 2004a, p. 229.

319 De verplichtingenstructuur van een fonds betreft de pensioenuitkeringen die het in de toekomst moet verrichten. Een “grijs” pensioenfonds heeft op korte termijn grote uitkeringen te verrichten. Het heeft een korte beleggingshorizon. Een “jong” pensioenfonds daarentegen heeft eerst over tientallen jaren grote uitkeringen te verrichten. Dat fonds heeft een veel langere beleggingshorizon. Het kan het zich veroorloven als er wat “slechte jaren” tussen zitten; er is nog tijd om tussentijdse verliezen goed te maken. Zie bijv. Kuiper & Lutjens 2011a, p. 7.

320 Maatman 2003, p. 646; Davis 2002, p. 170; Hu, Stewart & Yermo 2007, p. IV.

### 3.4.2 Prudent person-regels

“Prudent person-regels”, ook wel kwalitatieve beleggingsrestricties genoemd, richten zich daarentegen niet op de toelaatbaarheid van een individuele belegging, maar op het gedrag van de betreffende belegger. Dit gedrag moet “prudent” zijn.

*“(...) a prudent person rule stipulates that investments should be made in such a way that they are considered to be handled ‘prudently’(as someone would do in the conduct of his or her own affairs)”.<sup>321</sup>*

*“(...) the prudent person rule is focused on the behaviour of the person concerned. The process of making the investment is the key test of prudence. More specifically, the test in this case is of the behaviour of the asset manager, the institutional investor and the process of decision making. It needs to be assessed whether, for example, there has been a thorough consideration of the issues, there is not blind reliance on experts and a form of ‘due diligence’ investigation has been undertaken in formulating the strategic asset allocation. The institution would also be expected to have a coherent and explicit statement of investment principles. In general terms, a prudent person approach is a standard that measures a course of conduct and not an investment outcome. (...) Rather than the focus being on the external rules, the onus is rather on internal controls and governance structures in which the authorities may have confidence. The authorities correspondingly require information on these aspects rather than purely focusing on the composition of the asset portfolio, as is feasible with quantitative restrictions. Correspondingly, a wider degree of transparency is needed for the institutions (including in particular identification of lines of responsibility for decisions and of detailed practices of asset management)”.<sup>322</sup>*

Bij een prudent person-regel gaat het dus om het proces dat leidt tot de betreffende portefeuillesamenstelling. Het gaat daarbij om zowel het beslissingsproces als de uitvoering ervan. Ook aspecten van de organisatiestructuur spelen hierbij een rol. Het stelt ook eisen aan de verantwoordelijkheid jegens toezichthouder en belanghebbenden.<sup>323</sup>

Maatman schrijft, in vergelijkbare termen, maar korter dan Davis: “Bepalend is of aan de belegging een theoretisch onderbouwde gedachtegang ten grondslag ligt die haar in redelijkheid rechtvaardigt, of de

---

321 Davis 2002, p. 165.

322 Davis 2002, p. 169.

323 De verantwoordingsaspecten komen in hoofdstuk 6 en 7 aan de orde.

belegging tot stand komt krachtens een transparant en verifieerbaar besluitvormingsproces dat consistent wordt uitgevoerd".<sup>324</sup> Maatman concludeert dat een prudent person-regel de nadruk legt op deskundig vermogensbeheer. Hij noemt dit zelfs een pijler onder de prudent person-regel.<sup>325</sup>

Kenmerkend voor de prudent person-regel is dat de juistheid van het gedrag van de belegger niet wordt bepaald aan de hand van diens keuzes voor individuele beleggingen, maar aan de hand van de samenstelling van de totale portefeuille. Men spreekt van een totaleportefeuilletoets.<sup>326</sup> Dit vindt men terug in het vereiste dat de activa zo moeten worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd.<sup>327</sup>

### 3.4.3 Keuze voor prudent person-regel als leidende methode van reguleren

Bij de totstandkoming van de Pensioenrichtlijn is een principiële keuze gemaakt voor de prudent person-regel als leidende methode om het beleggingsbeleid van pensioenfondsen te reguleren. De reden hiervoor was dat uit onderzoek bleek dat in landen die kwantitatieve beleggingsrestricties oplegden lagere gemiddelde rendementen op de investeringen van pensioengelden werden behaald.<sup>328</sup>

324 Maatman 2004a, p. 232.

325 Deze benadering vindt steun van Kuiper & Lutjens 2011b, p. 166-167. Zie ook Rebers 2006, p. 22.

326 Maatman 2003, p. 648; Rebers 2006, p. 23-24; Kuiper & Lutjens 2011a, p. 11; Van Leeuwen 2012, p. 21.

327 Art. 18, lid 1, sub b, Pensioenrichtlijn. De Nederlandse wetgever beschouwt deze bepaling zelfs als de bepaling die de prudent person-regel het dichtst benadert (Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 258). In de literatuur wordt daarentegen meer de nadruk gelegd op deskundig vermogensbeheer waarbij een portefeuille die voldoet aan eisen van veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement het doel van dat deskundige vermogensbeheer is. Dit betekent dat het bestuur moet kunnen verantwoorden hoe het, met dat doel voor ogen, tot zijn portefeuille-samenstelling is gekomen.

328 Zie het oorspronkelijke Commissie-voorstel: COM/2000/507 def (Publicatieblad Nr. 096 E van 27 maart 2001, p. 136-144). Deze achterliggende gedachte vindt men ook terug in Overwegingen 4, 6, 32 en 33 van de Pensioenrichtlijn. De wens om kwantitatieve beleggingsrestricties te elimineren, vindt men reeds terug te vinden in het raamwerk voor het Financial Services Action Plan (Europese Commissie Financial Services: Building a framework for action 1998). Overigens was een prudent person-regel al voorgesteld in 1993, maar dat voorstel werd nog ingetrokken, omdat de Raad daarover geen overeenstemming kon bereiken. Zie COM/93/237 def, (Publicatieblad C 171 van 22 juni 1993, p. 13-19).

Kwantitatieve restricties zijn overigens niet volledig uitgesloten. Ten eerste schrijft de Pensioenrichtlijn zelf, in beperkte mate, enkele kwantitatieve restricties voor.<sup>329</sup> Bovendien werd voor lidstaten de mogelijkheid gecreëerd om op prudentiële gronden aanvullende kwantitatieve restricties in te voeren.<sup>330</sup>

### 3.5 Beleggingsvrijheid en het belang van de begunstigen

Bij de totstandkoming van de Pensioenrichtlijn stonden twee doelen voorop: verbetering van de werking van de interne markt en bescherming van pensioengerechtigden. Deze doelen komen terug in het principe van beleggingsvrijheid en een verplichting om te beleggen in het belang van de begunstigen.

#### 3.5.1 *Beleggingsvrijheid*

Het eerste uitgangspunt is het principe van beleggingsvrijheid. De keuze voor een prudent person-regel laat pensioenfondsen – anders dan bij kwantitatieve restricties – in beginsel de vrijheid om zelf invulling te geven aan het beleggingsbeleid, mits dit “op een prudente manier gebeurt”.<sup>331</sup> Die vrijheid is een belangrijk uitgangspunt. Lidstaten mogen die vrijheid niet zomaar beperken. Dat zou immers een volle benutting van de interne markt en de euro in de weg staan en tot lagere rendementen op pensioenbeleggingen leiden.<sup>332</sup> De richtlijn staat lidstaten dan ook slechts onder strikte voorwaarden toe om verdergaande beleggingsrestricties op te leggen.<sup>333</sup>

---

329 Zie voor een behandeling hiervan par. 3.6.9.

330 Art. 18, lid 5, Pensioenrichtlijn. Aan de invoering van dergelijke kwantitatieve beleggingsrestricties zijn voorwaarden verbonden. Nederland heeft er overigens voor gekozen om geen aanvullende kwantitatieve beleggingsrestricties te stellen.

331 Davis 2002, p. 165. Zie ook Overweging 31 Pensioenrichtlijn die het heeft over een “benadering van de beleggingsregels (...), die de instellingen voldoende flexibiliteit biedt om het veiligste en doelmatigste beleggingsbeleid te kiezen en hen verplicht prudent te handelen”. Zie verder CBb 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman (Vereenigde glasfabrieken), r.ov. 5.3; Maatman & Van der Graaf 2013a, p. 21 en Van Leeuwen 2012, p. 37.

332 Zie hierboven onder par. 3.4.2.

333 Deze verdergaande restricties zijn enkel toegestaan wanneer ze op prudentiële gronden gerechtvaardigd zijn (art. 18, lid 5, Pensioenrichtlijn en Overwegingen 32 en 33 Pensioenrichtlijn). Nederland heeft van deze mogelijkheid geen gebruik gemaakt.



Ook mogen lidstaten niet verlangen dat pensioenfondsen in bepaalde activa beleggen.<sup>334</sup> Voorts mogen zij geen voorafgaande goedkeuring of systematische kennisgeving van beleggingsbesluiten verplicht stellen.<sup>335</sup> Een lidstaat omvat al zijn organen en onderdelen, zowel de regelgevende, uitvoerende als rechtsprekende.<sup>336</sup> Deze beperkingen gelden daarom ook voor de financiële toezichthouder. De toezichthouder moet dus, in principe, de vrijheid van het pensioenfonds bij het bepalen van zijn beleggingsbeleid respecteren.<sup>337</sup>

### 3.5.2 *Het belang van de begunstigden*

Geheel vrij zijn pensioenfondsen echter niet. De vrijheid is beperkt, om “de toekomstige gepensioneerden door middel van strenge toezichtsnormen een hoge mate van zekerheid te bieden”.<sup>338</sup> De beleggingsvrijheid van pensioenfondsen wordt in zoverre beperkt dat zij een beleggingsbeleid dienen te voeren waardoor de activa van het fonds worden belegd in het belang van de begunstigden.<sup>339</sup> Dit vestigt op het pensioenfonds een zorgplicht jegens de begunstigden. “Pensioenfondsen dienen het pensioenvermogen te beheren met de zorg, voorzichtigheid, deskundigheid en vaardigheid die van een redelijk bekwaam en redelijk handelend pensioenfonds verlangd mag worden”.<sup>340</sup> Het fonds dient zich te gedragen

334 Art. 18, lid 3, Pensioenrichtlijn.

335 Art. 18, lid 4, Pensioenrichtlijn.

336 Zie bijv. (voor regelgevende organen): HvJEG 10 juli 1990, C-326/88 (Hansen & Soen); voor uitvoerende organen: HvJEG 7 mei 1991, C-340/89 (Vlassopoulou); voor rechtsprekende organen: HvJEG 10 april 1983, C-14/83 (Van Colson en Kamann), HvJEG 19 juni 1990, C-213/89 (Factortame) en HvJEG 19 november 1991, gevoegde zaken C-6/90 en 9/90 (Francovich en Bonifaci).

337 Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman en Kuiper (Johnson & Johnson); CBB 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman (Vereenigde glasfabrieken); Rb Rotterdam 15 maart 2012, JOR 2012/153, m.nt. Affourtit (Vereenigde glasfabrieken).

338 Overweging 7, Pensioenrichtlijn.

339 Art. 18, lid 1, sub a, Pensioenrichtlijn. Deze bepaling voegt eraan toe dat het pensioenfonds ervoor dient te zorgen dat ook in eventuele gevallen van tegenstrijdige belangen, een belegging uitsluitend in het belang van de begunstigden geschiedt. Ook Overweging 31 Pensioenrichtlijn legt een duidelijke band met het belang van de begunstigden: “De door [pensioenfondsen] aangehouden activa mogen in de regel niet voor andere doeleinden worden gebruikt dan ter verstrekking van pensioenuitkeringen. Bovendien moeten de [pensioenfondsen], om de rechten van deelnemers en pensioengerechtigden afdoende te beschermen, kunnen kiezen voor een allocatie van activa die nauwkeurig strookt met de aard en de looptijd van hun verplichtingen. (...) Toepassing van de “prudent person”-regel vereist derhalve een beleggingsbeleid dat is toegespitst op de deelnemersstructuur van [het pensioenfonds]”.

340 Kuiper & Lutjens 2011b, p. 166.

als “een goed huisvader”.<sup>341</sup> Maatman sluit voor de duiding van deze zorgplicht nadrukkelijk aan bij het Anglo-Amerikaanse trustrecht.<sup>342</sup> Het pensioenfonds kent volgens hem een fiduciaire verhouding jegens de begunstigden die vergelijkbaar is met de fiduciaire verhouding van een *trust* jegens een *beneficiary*.

De keuze voor de prudent person-regel doet recht aan beide doelstellingen. Enerzijds laat ze aan pensioenfondsen zelf de vrijheid om beleggingsbeslissingen te nemen. De werking van de interne markt wordt zodoende niet gehinderd. Anderzijds legt ze aan pensioenfondsen een verplichting op om prudent te beleggen “*as somenone would do in the conduct of his or her own affairs*”.<sup>343</sup>

### 3.5.3 Belangen van anderen dan begunstigden

Niet enkel de begunstigden hebben belang bij het beleggingssucces van het pensioenfonds. Ook de bijdragende onderneming heeft belang bij de kwaliteit van het door (of namens) het pensioenfonds gevoerde vermogensbeheer. Hij draagt immers bij in de pensioenpremies. Soms ook kennen bijdragende ondernemingen een bijstortingsverplichting in geval van onderdekking van het pensioenfonds.<sup>344</sup> Het door de bijdragende onderneming

---

341 Kamerstukken II, 2013-2014, 33972, nr. 3, p. 38.

342 Maatman 2004a, p. 236-240. Maatman gaat zelfs zo ver te stellen dat de prudent person-regel is *gebaseerd* op het Anglo-Amerikaanse trustrecht en meer specifiek de Anglo-Amerikaanse “*prudent investor rule*”. In 2003 schreef hij nochtans dat de richtlijn niet uitsluit dat de prudent person-regel wordt *geïnterpreteerd* conform de “*prudent investor rule*” (Maatman 2003, p. 645). Voor de stelling dat de prudent person-regel op het Anglo-Amerikaanse trustrecht is gebaseerd, heb ik in de totstandkomingsgeschiedenis van de Pensioenrichtlijn geen feitelijke onderbouwing gevonden. Dat neemt niet weg dat Maatman heeft aangetoond dat er belangrijke overeenkomsten zijn, zoals het zorgvuldigheidsbeginsel en eisen ten aanzien van de zorgvuldigheid van het beleggingsbeleid. Er lijkt daarom ook niets op tegen om bij de invulling van de prudent person-regel aansluiting te zoeken bij de Anglo-Amerikaanse “*prudent investor rule*”.

343 Davis 2002, p. 165.

344 Een bijzondere en extreme casus deed zich voor in Rb Rotterdam 16 februari 2015, PJ 2015/53, m.nt. Witte (GSFS II). De beleggingsactiviteiten van het pensioenfonds waren geheel uitbesteed aan de bijdragende onderneming die tevens vermogensbeheerder was. De hoofdactiviteit van deze vermogensbeheerder bestond uit dividendarbitrage. Als gevolg daarvan bestonden ook de beleggingsactiviteiten van het pensioenfonds vrijwel uitsluitend uit dividendarbitrage. De effectenportefeuille werd gefinancierd met geleend geld dan wel derivaten, waarvan de omvang de ingelegde pensioenpremies tot soms 800 maal overschreed. De opbrengsten van de beleggingen bestonden uitsluitend uit dividendbelasting die het pensioenfonds vanwege haar fiscale status kon terugvragen. Een groot deel van die opbrengsten kwamen ten goede van de vermogensbeheerder.

gewenste risico-rendementsprofiel kan afwijken van het risico-rendementsprofiel dat het beste bij de verplichtingenstructuur van het pensioenfonds past. Mag het belang van de bijdragende onderneming meewegen en, zo ja, in welke mate?

Er is wel betoogd dat het pensioenfonds naast het belang van de begunstigden, ook het belang van de werkgever (respectievelijk bijdragende onderneming) moet meewegen.<sup>345</sup> Daartoe wordt erop gewezen dat naar Nederlands recht het belang van de werkgever moet meewegen in de besluitvorming van het pensioenfondsbestuur, zodanig dat alle betrokkenen, ook de werkgever, zich bij het pensioenfonds op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen in het bestuur.<sup>346</sup> Ook wordt gewezen op de Code pensioenfondsen die verlangen dat het pensioenfonds handelt ten behoeve van alle belanghebbenden van het fonds, waaronder ook weer de financieel betrokken werkgever(s).<sup>347</sup>

De tekst van de Pensioenrichtlijn laat er geen misverstand over bestaan dat de belangen van de begunstigden voorop staan, ook in het geval van tegenstrijdige belangen: “de activa worden belegd in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden. In geval van mogelijke tegenstrijdige belangen zorgt de instelling of het lichaam dat haar portefeuille beheert, ervoor dat de belegging uitsluitend in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden geschiedt”.<sup>348</sup> Het sleutelwoord is hier “uitsluitend”.<sup>349</sup> Maatman formuleert het zo dat “de belangen van de [deelnemers] zwaarder moeten wegen dan het belang van de financieel betrokken werkgever(s), indien deze belangen conflicteren”.<sup>350</sup>

Hieruit volgt echter ook dat het niet zinvol is apart aandacht te besteden aan het belang van de bijdragende onderneming. Haar belang kan niet tot een aanpassing van het beleggingsbeleid leiden. Als de belangen

345 Zo ook DNB en de Rechtbank Rotterdam in Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman & Kuiper (Johnson & Johnson), r.ov. 5.3.

346 Kuiper & Lutjens 2011a, p. 9 en Kuiper & Lutjens 2011b, p. 162 wijzen op art. 105, lid 2, Pw.

347 Maatman wijst daartoe op Principe A5 uit de STAR-Principes voor goed pensioenfondsbestuur 2005 (Maatman 2007a, p. 179). Dit Principe is thans opgenomen in Principe 2.1 van de Code Pensioenfondsen.

348 Art. 18, lid 1, sub a, Pensioenrichtlijn.

349 Het woord “uitsluitend” is niet in art. 135 Pw opgenomen. De verplichting tot richtlijnconforme interpretatie noopt ertoe dit woord er wel in te lezen. Voor premiepensioeninstellingen is het uitsluitende karakter wel opgenomen (art. 3:267b, lid 2, Wft).

350 Maatman 2007a, p. 179.

van de bijdragende onderneming parallel lopen aan die van de begunstigden, dan hoeft het niet; lopen de belangen niet parallel, dan mag het niet.<sup>351</sup>

Dit laat onverlet dat het pensioenfonds bij meer algemene beleidskeuzes wél met de belangen van de werkgever (en eventuele anderen) rekening moet houden. In het beleggingsbeleid mogen hun belangen echter geen rol spelen.<sup>352</sup> Anders gezegd: de verplichting om bij het beleggingsbeleid uitsluitend rekening te houden met de belangen van de begunstigden, maakt een uitzondering op de algemene verplichting om ook met de belangen van de werkgever rekening te houden.

### 3.6 De vaststelling van het beleggingsbeleid

Aan de hand van de voorgaande paragrafen, volgt hier een beschrijving hoe een pensioenfonds een beleggingsbeleid kan vaststellen. Het is een gestileerd beeld: er zijn doorgaans meerdere wegen die naar Rome leiden. Het gaat er mij vooral om enkele aandachtspunten naar voren te laten komen die van belang zijn voor de vaststelling van het beleggingsbeleid en daarmee ook voor de (al dan niet uitbestede) uitvoering ervan.

#### 3.6.1 Nadere eisen aan het beleggingsbeleid

De centrale eis aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is dat het beleid voldoet aan de prudent person-regel. De verplichting over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken, betekent dat de naleving van de prudent person-regel geen zaak van toeval mag zijn. Het beleggingsbeleid en de vaststelling ervan moet daarom aan nadere eisen voldoen.<sup>353</sup> Deze aanvullende eisen houden kort gezegd in:<sup>354</sup>

- het strategische beleggingsbeleid moet aansluiten op de doelstellingen en uitgangspunten, inclusief risicohouding, van het pensioenfonds;
- het strategische beleggingsbeleid moet bevatten een beschrijving van de beleggingsdoelstelling, de samenstelling van de beoogde beleggingsportefeuille en de mate waarin van de beoogde beleggingsportefeuille kan worden afgeweken;

---

351 Zie bijv. Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman & Kuiper (Johnson & Johnson).

352 Evenzo Voerman & Kuiper 2013.

353 Staatsblad 2014, 569, p. 11-12.

354 Art. 13a, Besluit FTK.

- van het strategische beleggingsbeleid moet een beleggingsplan worden afgeleid, waarin het fonds concrete en gedetailleerde richtniveaus en bandbreedtes per beleggingscategorie opneemt;
- het fonds moet beleid opstellen voor de beheersing van de relevante risico's;
- het fonds moet kunnen onderbouwen dat het strategische beleggingsbeleid en het beleggingsplan passen binnen de prudent personregel; en
- het fonds moet het strategische beleggingsbeleid, het beleggingsplan en de uitvoering periodiek evalueren.

Deze eisen benadrukken dat het vermogensbeheer vorm moet krijgen in een zorgvuldig proces. Het beleggingsbeleid moet vanzelfsprekend aansluiten op de doelstellingen en uitgangspunten van het pensioenfonds. Dit brengt mee dat het beleid aansluit op de risicohouding van het fonds. Ook vanzelfsprekend is dat het fonds moet kunnen onderbouwen dat zijn beleggingsbeleid en de uitvoering ervan passen binnen de prudent personregel. Het beleggingsbeleid moet voorts worden uitgewerkt in een modelportefeuille. Daarbij moet het fonds aangeven in welke mate daarvan kan worden afgeweken. Dit sluit aan bij de gangbare praktijk.<sup>355</sup> Deze praktijk maakt actief vermogensbeheer mogelijk, zonder de beheersing over de portefeuille te verliezen. Ook de uitwerking in een beleggingsplan, met opneming van bandbreedtes per beleggingscategorie is een gangbare praktijk om beheersing over de portefeuille te houden. Het fonds moet het beleggingsbeleid en de uitvoering ervan flankeren met beleid ter beheersing van relevante risico's. Tot slot moet het fonds het beleggingsbeleid en de uitvoering ervan periodiek evalueren.

### 3.6.2 Aansluiting bij de beleggingstheorie

Van het bestuur van een pensioenfonds mag men verwachten dat het kan onderbouwen hoe het tot zijn beleggingsbeslissingen komt. Daarvoor is allereerst nodig dat het bestuur een theoretisch onderbouwde gedachtegang aan zijn beslissing ten grondslag legt die haar in redelijkheid rechtvaardigt.<sup>356</sup> Het bestuur moet dus kennis hebben van beleggingstheoretische inzichten en die ook gebruiken.

---

355 Zie par. 3.6.11.

356 Maatman 2004a, p. 232.

Ook de prudent person-regel geeft aanleiding om beleggingstheoretische inzichten toe te passen. Zowel de prudent person-regel als de beleggingstheorie richten zich niet op een beoordeling van individuele beleggingen, maar beogen een optimale totaal-portefeuille of “efficiënte portefeuille” te bewerkstelligen.<sup>357</sup> In de beleggingstheorie wordt benadrukt dat, om het risico-rendementsprofiel te verbeteren, diversificatie noodzakelijk is. Ook de toepassing van de prudent person-regel verplicht tot diversificatie.<sup>358</sup>

Van een pensioenfondsbestuur mag men weliswaar verwachten dat het voor haar beleggingsbeslissingen gebruik maakt van beleggingstheoretische inzichten. Dat betekent niet dat een pensioenfondsbestuur niet van zulke beleggingstheoretische inzichten mag afwijken. De beleggingstheorie is slechts een model van de werkelijkheid, zij is niet de werkelijkheid zelf.<sup>359</sup> Een belangrijke pilaar in de beleggingstheorie is de efficiënte-markthypothese.<sup>360</sup> Markten zijn echter niet volmaakt efficiënt en beleggers niet zuiver rationeel. Soms slaat “the wisdom of the crowds” over in “the madness of the mobs”.<sup>361</sup> Als pensioenfondsen gemiddeld 1 tot 3% van hun vermogen in edelmetalen hebben belegd, is het daarom niet op voorhand onverstandig om van die gemiddelden af te wijken en maar liefst 13% van het vermogen in goud te beleggen.<sup>362</sup> Een dergelijke afwijking is niet op zichzelf een onjuiste beslissing. Ze vergt wel een gedegen onderbouwing, gedegen dan wanneer de markt gevolgd wordt.<sup>363</sup>

Men moet overigens bedacht zijn op het beperkte risico-begrip in de beleggingstheorie. Risico ziet in de beleggingstheorie op onzekerheid omtrent het precieze beleggingsresultaat. Het is daarom een maat voor de spreiding in mogelijke beleggingsuitkomsten, zowel de positieve als de negatieve. Naast dit beleggingsrisico staat een fonds natuurlijk aan meer risico’s bloot, zoals liquiditeitsrisico en het risico van fraude.<sup>364</sup> Aan deze en andere risico’s dient het pensioenfonds óók aandacht te besteden.

---

357 Hiervoor noemde ik al dat Maatman spreekt van een “totaleportefeuilletoets”, zie par. 3.4.2.

358 Art. 18, lid 1, sub e, Pensioenrichtlijn.

359 Het is wel een robuust model dat niet zómaar aan de kant geschoven moet worden.

360 Zie par. 3.2.4.

361 Maatman & Van der Graaf 2012, p. 13.

362 CBb 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman (Vereenigde glasfabrieken) en (in eerste aanleg), Rb Rotterdam 15 maart 2012, JOR 2012/153, m.nt. Affourtit (Vereenigde glasfabrieken). Zie ook Maatman & Van der Graaf 2013a en Maatman & Van der Graaf 2012.

363 Maatman & Van der Graaf 2012, p. 9-19.

364 Zie bijv. de opsomming van risico’s in Vb, UvB & OPF 2010, p. 33-51.

### 3.6.3 Aansluiting bij de duur van de pensioenverplichtingen

Het is van groot belang dat pensioenfondsen een optimaal risico-rendementsprofiel nastreven. Het zorgt voor een optimale inzet van het pensioenvermogen. Het zou van onbehoorlijk bestuur<sup>365</sup> getuigen om de beleggingstheoretische inzichten te negeren.

Prudent beleggen is echter méér dan enkel het gebruik van beleggingstheoretische inzichten. Het belang van de begunstigden ligt er uiteindelijk in dat het pensioenfonds op elk moment voldoende liquide middelen heeft om zijn pensioenverplichtingen na te komen. Het gaat dan niet enkel om het behalen van voldoende rendement om de uitkeringen te verrichten. Het gaat ook om de afstemming van de in- en uitgaande kasstromen van het pensioenfonds. Een van de uitwerkingen van de prudent person-regel is dan ook dat pensioenfondsen verplicht zijn om de waarden die ter dekking van de technische voorzieningen<sup>366</sup> worden aangehouden, te beleggen op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen.<sup>367</sup>

Een pensioenfonds kan vrij eenvoudig de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen vaststellen aan de hand van de leeftijden van zijn begunstigden en sterftetafels.<sup>368</sup> Aan de hand van de leeftijden van de begunstigden kan het de start van de pensioenuitkeringen vaststellen; aan de hand van de sterftetafels stelt het het verwachte einde van die uitkeringen vast. Zo ontstaat een beeld van de toekomstige uitgaande kasstromen (voor zover ze samenhangen met reeds aangegane pensioenverplichtingen). Dit beeld kan makkelijk een periode van 70 jaar bestrijken. De inkomende kasstromen worden bepaald door ontvangen pensioenpremies, beleggingsopbrengsten en eventuele desinvesteringen.<sup>369</sup>

In theorie is het mogelijk om een perfecte aansluiting van in- en uitgaande kasstromen te realiseren. Het pensioenfonds koopt dan vastrentende waarden (obligaties) aan waarvan de opbrengsten en de looptijd ervan exact overeenkomen met de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen.<sup>370</sup> In

365 Art. 33 Pw en art. 2:9 BW.

366 "Technische voorzieningen" zijn het vermogen dat naar verwachting nodig is om alle lopende pensioenverplichtingen te kunnen dekken.

367 Art. 13, lid 2, Besluit FTK (art. 18, lid 1, sub b, Pensioenrichtlijn).

368 Sterftetafels geven een overzicht van de leeftijdsverwachtingen van mensen uit verschillende generaties.

369 Ik doel daarmee op de verkoop van beleggingen zonder dat de opbrengsten worden herbelegd. Deze inkomsten zijn vooral bij grijze en gesloten fondsen van belang.

370 Dit vooronderstelt overigens dat de gekochte obligaties altijd worden afgelost. In werkelijkheid is er altijd een kredietrisico.

de praktijk zijn er echter eenvoudig te weinig langlopende obligaties op de markten om dit te realiseren. Het pensioenfonds moet dus obligaties aankopen die een looptijd hebben die korter is dan de looptijd van de verplichtingen en die na afloop van de looptijd vervangen met nieuwe obligaties.<sup>371</sup>

Een perfecte aansluiting is dan ook niet vereist. Waar het om gaat is dat er een voldoende mate van zekerheid is dat op elk moment voldoende liquide middelen beschikbaar zullen zijn om aan de verplichtingen te voldoen. Een pensioenfonds had voor de duur van “de eerstkomende jaren” de onvoorwaardelijke verplichtingen volledig, en de voorwaardelijke verplichtingen voor 80% met de inkomsten uit obligaties afgedekt. Onduidelijk is wat de duur van “de eerstkomende jaren” was, maar in ieder geval betrof de dekking van de verplichtingen een beperkte duur. Voor wat betreft de voorwaardelijke verplichtingen ging de dekking uit obligaties niet verder dan 80%. Voor zover de pensioenverplichtingen niet uit obligaties waren gedekt, moest de “matching” komen uit de rest van de portefeuille. Het fonds had onder meer 13% van zijn portefeuille in goud belegd. Goud levert weliswaar geen vaste kasstromen op, maar is heel snel liquide te maken. Het fonds voldeed aan de eis van “matching”.<sup>372</sup>

Een ander pensioenfonds dat de pensioenuitkeringen voor de komende twaalf jaren met obligaties had afgedekt, voldeed echter niet aan de matchingseis. Het pensioenfonds in die zaak had zich voor zijn dekkingsgraad (dat iets zegt over het vermogen om ook aan de verplichtingen ná die eerste twaalf jaren te voldoen) afhankelijk gemaakt van de bijstortingsbereidheid van zijn “sponsor”<sup>373</sup>, die daarvoor een (te) risicovol beleggingsbeleid eiste. Dat bood onvoldoende zekerheid voor de nakoming van de toekomstige pensioenverplichtingen van het fonds. Het moet immers nog maar blijken dat de sponsor te zijner tijd bereid en in staat is om aan zijn bijstortingsverplichting te voldoen.<sup>374</sup>

---

371 In jargon heet het dat er sprake is van een “duration mismatch”: de looptijd (duration) van de obligaties is korter dan de looptijd van de verplichtingen.

372 CBb 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman (Vereenigde glasfabrieken).

373 De sponsor wordt vaak ook “bijdragende onderneming” genoemd. Het is de onderneming met wie het (ondernemings)pensioenfonds de uitvoeringsovereenkomst heeft gesloten. Van “sponsor” wordt veelal gesproken wanneer de onderneming zich heeft verplicht om bij te storten in het vermogen van het pensioenfonds wanneer de dekkingsgraad van het fonds onder een bepaald niveau zakt.

374 Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman & Kuiper (Johnson & Johnson). Er waren overigens meer redenen waarom dit risicovolle beleggingsbeleid



### 3.6.4 Deskundigheid

Beleggen conform de prudent person-regel en met onderbouwing met beleggingstheoretische inzichten, stelt eisen aan de deskundigheid van het bestuur ten aanzien van vermogensbeheer. De toezichthouder ziet erop toe dat het bestuur aan minimale deskundigheidseisen voldoet.<sup>375</sup>

Een bestuur dat zijn eigen beleggingsbeleid of de beleggingen in zijn portefeuille niet (goed) begrijpt, kan niet “in control” zijn. Er is dan tevens geen sprake van een beheerste bedrijfsvoering.<sup>376</sup> Het bestuur doet er daarom goed aan zijn eigen grenzen te kennen. Wanneer het de grenzen aan zijn deskundigheid kent, kan het er, zo nodig, voor kiezen een beleggingsbeleid vast te stellen dat eenvoudiger is en aansluit bij zijn eigen deskundigheidsniveau.<sup>377</sup>

Het bestuur hoeft evenwel niet alles te weten. Het mag zich uiteraard laten bijstaan door (interne of externe) adviseurs. Het mag zich echter niet blind verlaten op zijn adviseurs.<sup>378</sup> Het moet voldoende deskundig zijn om kritisch op het advies te kunnen doorvragen. Het moet zich ervan vergewissen dat het de adviezen goed begrijpt. Het moet, anders gezegd, over “countervailing power” beschikken.<sup>379</sup> Dan kan het de beslissing die op het advies is gebaseerd voor zijn rekening nemen. Er bestaan twijfels of een dergelijk kennisniveau momenteel voldoende voorhanden is in de besturen van met name de kleinere pensioenfondsen.<sup>380</sup>

---

niet de goedkeuring van DNB of de rechter kon wegdragen. Het getuigde niet van een beheerste en integere bedrijfsvoering ontbrak (art. 143 Pw), was niet in overeenstemming met een evenwichtige belangenbehartiging (art. 105, lid 2, Pw) en strookte niet met de ratio van de onderbrengingsplicht van art. 23 Pw.

375 Art. 1.2, lid 2, sub d, Beleidsregel geschiktheid.

376 Zie par. 2.3.

377 In de woorden van de voormalige pensioenkoepels (thans: pensioenfederatie): “Niet begrijpen, is niet doen” (Vb, UvB & OPF 2010, p. 13).

378 Davis 2002, p. 169.

379 Advisering is weliswaar geen vorm van uitbesteding (zie par. 2.5.8.1). Niettemin is het ook bij advisering niet goed als de opdrachtgever, door een gebrek aan eigen deskundigheid, feitelijk geen andere keus heeft dan zich door zijn dienstverlener of adviseur te laten sturen. Hij moet zélf “in control” blijven.

380 Maatman & Schuit 2012, p. 374; Van der Graaff & Koeleman 2008, p. 40; Blom 2000, p. 22.

Een belangrijke hindernis voor pensioenfondsen om voldoende deskundigheid voor het bestuur te werven, was dat de bestuursleden (voornamelijk) uit de geledingen van werkgevers en werknemers moesten komen. Om dit probleem aan te pakken, voorziet de wet sinds 1 juli 2014 in de mogelijkheid dat het bestuur bestaat uit louter onafhankelijken (Kamerstukken II, 2011-2012, 33182, nr. 3, p. 5).

### 3.6.5 ALM-studie

In theorie wordt de ideale beleggingsportefeuille samengesteld door een theoretisch “optimale portefeuille” samen te stellen en het risiconiveau aan te passen door risicovrije beleggingen toe te voegen. De praktijk is lastiger. De theoretisch “optimale beleggingsportefeuille” moet worden benaderd aan de hand van historische data, maar resultaten uit het verleden bieden geen garanties voor de toekomst. Werkelijk risicovrije beleggingen bestaan niet.<sup>381</sup> Lastiger nog is het om te bepalen welke risico’s het pensioenfonds kan en wil lopen. Risico’s zijn vaak lastig te meten en kunnen op onverwachte wijzen met elkaar samenhangen. Zo bleek tijdens de kredietcrisis de financiële sector een veel groter systeemrisico te bergen dan iedereen vooraf dacht.<sup>382</sup> Van belang is ook dat het beleggingsbeleid voldoende robuust is: economisch ongunstige scenario’s moeten niet tot voor het fonds dramatische financiële uitkomsten leiden.

Zulke problemen maken het bijzonder moeilijk om een optimale, op het pensioenfonds toegesneden portefeuille samen te stellen. Dit vergt specialistische kennis die pensioenfondsen gewoonlijk niet in huis hebben. In de praktijk geven pensioenfondsen daarom opdracht aan gespecialiseerde ondernemingen om een ALM-studie<sup>383</sup> te verrichten.<sup>384</sup> Zulke ondernemingen beschikken over uitgebreide databestanden met de (historische) risico-rendementskenmerken en de correlatie met “de markt” per beleggingscategorie, maar bijvoorbeeld ook per regio, per sector en per individuele belegging. In een ALM-studie worden normaal gesproken diverse economische scenario’s doorgerekend, zodat ook de robuustheid van een beleggingsbeleid beoordeeld wordt.

---

381 Zie voetnoot 269.

382 Twijfel tussen banken over elkaars financiële gezondheid leidde ertoe dat zij elkaar geen leningen meer verstrekten. Dit had een vliegwieleffect op de kredietverlening aan andere ondernemingen die daardoor op hun beurt in de problemen konden komen. Dit systeemrisico vormde de aanleiding tot de oprichting van de European Systemic Risk Board (Overweging 3 en 4 van Verordening 1092/2010 en het rapport van High-Level Group De Larosière 2009).

383 “ALM” staat voor “Asset Liability Management”. Het gaat om de afstemming van de (belegging van de) vermogensbestanddelen met de toekomstige verplichtingen.

384 Andere oplossingen komen ook voor. Er zijn bijvoorbeeld pensioenfondsen die zich volledig verzekeren (zie par. 2.5.8.9) en pensioenfondsen die kiezen voor een sterk vereenvoudigd beleggingsbeleid waarbij wordt belegd via breed gespreide beleggingsinstellingen.

De ALM-studie leidt uiteindelijk tot een (advies over de) verdeling van het vermogen over bepaalde beleggingscategorieën, met bijbehorende bandbreedtes.<sup>385</sup> Deze keuzes hangen samen met de risico's die het fonds wil en kan dragen, specifieke beleggingsrestricties en vaak ook mede met het gewenste rendement. Op deze drie factoren ga ik hieronder nader in.

### 3.6.6 "Risk appetite"

Het fonds moet bepalen hoeveel risico's het kan dragen (risico-draagkracht) en wil dragen (risico-bereidheid).<sup>386</sup> Daarbij moet het letten op fondsspecifieke karakteristieken, zoals de rijpheid van het fonds, het indexatiebeleid, de omvang van de buffers en de mogelijkheid om de pensioenpremies te verhogen.<sup>387</sup> Discussabel is of ook bijstortingsverplichtingen van werkgevers mee mogen spelen bij het nemen van risico's. Bijstortingsverplichtingen kunnen lang niet altijd worden afgedwongen.<sup>388</sup> Het fonds dat er eenvoudig vanuit gaat dat de bijstorting in voorkomend geval wel zal worden gedaan, loopt het risico dat zijn beleggingsbeleid als niet-prudent en zijn bedrijfsvoering als niet- of onvoldoende beheerst wordt aangemerkt.<sup>389</sup>

Een beheerste bedrijfsvoering impliceert dat het fonds onderzoekt of zijn "risk appetite" ook onder economisch ongunstige scenario's niet overschreden wordt. Gewoonlijk omvat een ALM-studie ook een scenario-analyse. Een ALM-studie is een omvangrijke klus en wordt daarom gewoonlijk slechts eens per drie jaar verricht. Bij belangrijke ontwikkelingen is het

---

385 De omvang van de belegging in een bepaalde beleggingscategorie mag binnen de bandbreedte vrijelijk bewegen. Een zekere bandbreedte is nodig, omdat door koersveranderingen de onderlinge verhouding van beleggingen dagelijks wijzigt. Het zou zeer kostbaar zijn om dagelijks door aan- en verkopen de modelportefeuille te herstellen.

386 Art. 13a, lid 1 jo. art. 1a Besluit FTK.

387 Overweging 31, Pensioenrichtlijn; DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 4. De Commissie Frijns vond voor de sector als geheel evenwel weinig verband tussen de kenmerken van fondsen en hun beleggingsbeleid (Commissie Frijns 2010, p. 36-37).

388 Bijv. Rb Amsterdam 16 januari 2012, JOR 2012/82, m.nt. Rutten; PJ 2012/43, m.nt. Lujens (Unisys). Zie verder Van Marwijk Kooy 2013 en Van Marwijk Kooy 2012.

389 Dat speelde in de zaak Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman & Kuiper (Johnson & Johnson). Het pensioenfonds verkeerde in financieel zwaar weer. De werkgever verplichtte zich tot bijstorting indien de dekkinggraad van het fonds onder 110% zou dalen. Als voorwaarde voor de bijstorting was opgenomen dat ten minste 60% in zakelijke waarden werd belegd.

echter zaak om te bezien of het beleggingsbeleid nog steeds past bij de “risk appetite”. Het kan daarbij gaan om veranderingen in de eigen organisatie, bijvoorbeeld een gedaalde dekkingsgraad. Het kan ook gaan om veranderingen in de omgeving, zoals een verhoogde volatiliteit op de financiële markten of aangescherpte prudentiële regelgeving.<sup>390</sup>

### 3.6.7 Gewenst rendement

Een zorgvuldig beleggingsbeleid zoekt een optimale balans tussen risico en rendement. Dat is ook de achterliggende gedachte bij diversifiëren. Dat is in ieder geval in het verleden niet altijd zorgvuldig gebeurd. Het beleggingsbeleid van veel pensioenfondsen bleek vooral rendementgedreven, met (te) weinig oog voor de beheersing van risico's.<sup>391</sup>

Oog voor rendement is niet verkeerd, *mits* de risico's voor het fonds zijn te dragen. Een fonds met een grote risicodraagkracht, bijvoorbeeld als gevolg van ruim voldoende buffers, kan het zich veroorloven om wat meer risico te nemen. Omdat een hoger risico samenhangt met een hoger rendement kan dat leiden tot een hoger rendement,<sup>392</sup> hetgeen weer ten goede komt van de begunstigden.<sup>393</sup> Het tegenovergestelde komt overigens ook voor. Sommige pensioenfondsen kiezen er voor om, wanneer de buffers ruim voldoende zijn, juist minder risico te nemen. Zij redeneren dat het eventuele extra rendement dan niet nodig is om aan de pensioenverplichtingen te kunnen blijven voldoen.<sup>394</sup>

### 3.6.8 Kosten van vermogensbeheer

In de beleggingstheorie wordt geabstraheerd van de kosten die het vermogensbeheer mee brengt. Er wordt enkel gekeken naar risico en rendement. In werkelijkheid zijn kosten van groot belang. Een structurele kostenbesparing van 1 procentpunt, geeft over een periode van 40 jaar pensioenen die circa 30% hoger zijn.<sup>395</sup>

---

390 Zie Van Setten 2009, nr. 1.14.

391 Commissie Frijns 2010, p. 27.

392 Zie par. 3.2.1.

393 Een voorbeeld hiervan vormt het pensioenfonds PMT (zie PMT, Verklaring beleggingsbeginselen, 2013, p. 3).

394 Euverman 2008, p. 16.

395 AFM Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht 2011, p. 4; Bikker, Steenbeek & Toracchi 2010, p. 2; Bikker & De Dreu 2006, p. 2; De Dreu 2013, p. 22; LCP Netherlands 2012, p. 17.

Er zijn sterke aanwijzingen dat er aanmerkelijke kostenbesparingen mogelijk zijn. De kosten van vermogensbeheer bedragen voor pensioenfondsen gemiddeld 0,38% van het belegd vermogen. De kostenniveaus variëren echter sterk, van 0,08% tot 1,00% van het belegd vermogen.<sup>396</sup> Deze verschillen worden gedeeltelijk<sup>397</sup> verklaard door de gekozen beleggingsstrategie. Met name kleinere fondsen hanteren relatief vaak minder complexe beleggingsstrategieën.<sup>398</sup> Daaraan zijn direct lagere kosten verbonden.<sup>399</sup> In werkelijkheid is het kostenverschil nog groter, omdat complexere strategieën ook tot meer adviesvragen en (interne) toezichtsinspanningen leiden.<sup>400</sup> Het is echter onduidelijk of de hogere kosten van sommige pensioenfondsen zich vertalen in hogere rendementen.<sup>401</sup>

Om de kosten te beperken kunnen pensioenfondsen overwegen om een goedkopere beleggingsstrategie aan te nemen. Een fonds kan er bijvoorbeeld voor kiezen om complexe beleggingsproducten uit te sluiten. Dat beperkt de benodigde advieskosten. Een fonds kan er ook voor kiezen om in beginsel passief te beleggen. Er is immers nauwelijks bewijs dat actief beheer tot betere resultaten leidt.<sup>402</sup> Een actieve beleggingsstijl, met haar bijbehorende kosten, kan dan beperkt blijven tot die markten waar een passieve strategie niet mogelijk is (zoals de vastgoedmarkt) of waar een actieve strategie zinvoller is (bijvoorbeeld om “downside risico” te beheersen).<sup>403</sup>

396 LCP Netherlands 2012, p. 15.

397 Een belangrijke andere omstandigheid is de grootte van het fonds. Grotere fondsen kunnen schaalvoordelen benutten die voor kleinere fondsen onbereikbaar blijven. Zie AFM Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld 2015, p. 8 en 12; Bikker 2013; Van der Graaff & Koeleman 2008; Pensioenfederatie 2010, p. 20-21; De Dreu 2013, p. 37-41. Deze omstandigheid laat ik verder buiten beschouwing, omdat het fonds daar bij de vaststelling van het beleggingsbeleid geen invloed op kan uitoefenen.

398 LCP Netherlands 2012, p. 15.

399 Zo zijn de kosten van een passieve beleggingsstrategie lager dan die van een actieve strategie. Ook beleggen kleinere pensioenfondsen minder vaak in complexe beleggingscategorieën zoals private equity en vastgoed. Zulke beleggingscategorieën zijn niet alleen complexer, maar ook duurder (AFM Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld 2015, p. 9-10).

400 LCP 2011, p. 14. Dit onderzoek betreft de Britse vermogensbeheersector. Omdat vermogensbeheer een internationale markt is, zijn de conclusies voor de Nederlandse situatie waarschijnlijk niet wezenlijk anders.

401 LCP Netherlands 2012, p. 15. Eerder wees ik er al op dat er veel aanwijzingen zijn dat actief vermogensbeheer zelden tot nooit structureel betere resultaten leidt ten opzichte van passief vermogensbeheer (zie voetnoot 295).

402 Zie voetnoot 295.

403 LCP 2011, p. 14.

Minimalisatie van kosten is natuurlijk geen doel op zich. Andere factoren die van belang zijn bij het bepalen van de beleggingsstrategie zijn het verwachte rendement, de beheersing van risico's en de beschikbare deskundigheid.<sup>404</sup>

### 3.6.9 Specifieke beleggingsrestricties

Ter uitwerking van de prudent person-regel bevat de Pensioenrichtlijn ook enkele specifieke beleggingsrestricties. Daarnaast vloeien beleggingsrestricties soms voort uit andere regelgeving of uit wensen van de eigen begunstigden. Met zulke beleggingsrestricties moet het pensioenfonds ook rekening houden. Staatsobligaties vallen daarentegen onder een (discutabele) uitzondering.

#### 3.6.9.1 Beleggingsrestricties uit de Pensioenrichtlijn

Twee restricties uit de Pensioenrichtlijn vormen een kwalitatieve uitwerking van de prudent person-regel. De eerste is dat pensioenfondsen hun activa hoofdzakelijk op gereguleerde markten<sup>405</sup> dienen te beleggen.<sup>406</sup> De ratio van dit voorschrift ligt vermoedelijk in een beperking van liquiditeitsrisico's. In de praktijk wordt aangenomen dat "hoofdzakelijk" betekent dat 75 tot 80% van het vermogen op gereguleerde markten moet worden belegd.<sup>407</sup> Aannemelijker lijkt mij dat het percentage op 70% ligt. Dat sluit aan bij de eisen die een lidstaat mag stellen aan de beleggingen van een pensioenuitvoerder uit een andere lidstaat die grensoverschrijdend actief is.<sup>408</sup>

De tweede beperking betreft concentratierisico's. Het pensioenfonds moet zijn beleggingen zo diversifiëren dat een bovenmatige afhankelijkheid van of vertrouwen in bepaalde activa, emittenten groepen van ondernemingen of tegenpartijen wordt vermeden.<sup>409</sup>

---

404 AFM Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld 2015, p. 9 en 13; DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2014.

405 Aangenomen wordt dat voor de betekenis van "gereguleerde markt" moet worden aangesloten bij de definitie uit de Wft (bijv. Actuarieel Genootschap 2010, p. 16 en 30). In dat geval gaat het om wat men gewoonlijk "de beurs" noemt.

406 Art. 18, lid 1, sub c, Pensioenrichtlijn.

407 Actuarieel Genootschap 2010, p. 16.

408 Art. 18, lid 7, sub a, Pensioenrichtlijn.

409 Art. 18, lid 1, sub e en sub d, laatste zin, Pensioenrichtlijn.

Niettegenstaande de prudent person-regel als hoofdnorm, bevat de Pensioenrichtlijn ook enkele kwantitatieve restricties. De eerste betreft het gebruik van derivaten. Een pensioenfonds mag derivaten enkel gebruiken wanneer dit bijdraagt aan een vermindering van het beleggingsrisico of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijkt.<sup>410</sup> Derivaten zijn dus niet toegestaan als zelfstandige beleggingscategorie.

De tweede kwantitatieve restrictie betreft beleggingen in bijdragende ondernemingen. Pensioenfondsen zijn in beginsel vrij om te beleggen waarin zij maar willen. Beleggen zij het vermogen echter (in belangrijke mate) in de onderneming van de werkgever, dan ondermijnt dat de onderbrengingsplicht. De onderbrengplicht houdt in dat een werkgever die een pensioenovereenkomst sluit, de uitvoering van die pensioenovereenkomst moet onderbrengen bij een pensioenuitvoerder.<sup>411</sup> Dit voorkomt dat wanneer de werkgever faillieert, het opgebouwde pensioenkapitaal in het faillissement van de werkgever valt. Het komt dan ten goede van de (andere) crediteuren van de onderneming in plaats van bestemd te blijven voor de ouderdomsvoorziening van de werknemers. Een belegging in de bijdragende onderneming kan niettemin wel lucratief zijn. Het is dan ook niet verboden. De omvang van een belegging in de bijdragende onderneming is wel beperkt tot maximaal 5% van de portefeuille. Maakt de bijdragende onderneming deel uit van een groep, dan is de maximale omvang van de belegging in die groep beperkt tot maximaal 10% van de portefeuille.<sup>412</sup>

De Pensioenrichtlijn staat toe dat lidstaten aanvullende kwantitatieve beleggingsrestricties stellen mits deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn. Nederland heeft van deze mogelijkheid geen gebruik gemaakt.

Het moet worden benadrukt dat de kwantitatieve restricties slechts bovengrenzen zijn en dat de prudent person-regel verdergaande beperkingen kan meebrengen. De regel, bijvoorbeeld, dat een belegging in de bijdragende onderneming beperkt blijft tot maximaal 10% van de portefeuille, betekent niet dat een belegging van 5% van de portefeuille in die

---

410 Art. 18, lid 1, sub d, Pensioenrichtlijn.

411 Art. 23 Pw.

412 Art. 135, lid 1, Pw. De beslissing om deze percentages te kiezen, is door de Europese regelgever niet onderbouwd. Zie het oorspronkelijke Commissievoorstel (COM/2000/0507 def (Publicatieblad Nr. 096 E van 27 maart 2001, p. 136-144)) en (bij de invoering van de 10%-grens) het Gemeenschappelijk Standpunt van de Raad (Gemeenschappelijk Standpunt nr. 62/2002, Publicatieblad C 299E van 3 december 2002, p. 16-37).

onderneming ook prudent is.<sup>413</sup> Van het bestuur mag met rede worden verwacht dat het een goed onderbouwd verhaal produceert voor een belegging van een dergelijke omvang. Ook in zulk een geval moet het pensioenfonds kunnen uitleggen hoe de belegging past bij de eis dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel is gewaarborgd. Dat geldt des te sterker nu het een belegging betreft die op gespannen voet staat met de onderbrengplicht. Hoewel geen enkele belegging naar haar aard onverantwoord is,<sup>414</sup> moet de portefeuille als geheel wel de toets der kritiek kunnen doorstaan. De totaleportefeuilletoets is leidend. Voor zover mij bekend wordt er door pensioenfonds ook inderdaad verdergaand gediversifieerd.

### 3.6.9.2 Beperkingen die niet uit pensioenregelgeving voortvloeien

Beleggingsrestricties kunnen ook voortvloeien uit andere regelgeving dan pensioenregelgeving. Zo zijn aan clustermunificatie gerelateerde beleggingen voor een belangrijk deel verboden.<sup>415</sup> Beleggingen kunnen ook verboden zijn op grond van sanctiemaatregelen tegen landen, organisaties of personen.<sup>416</sup>

Een pensioenfonds kan er ook voor kiezen zichzelf beleggingsrestricties op te leggen.<sup>417</sup> Het gaat veelal om ethische thema's. Zo worden nogal eens ondernemingen uitgesloten die direct of indirect betrokken zijn bij de wapenindustrie, schendingen van mensenrechten, slechte arbeidsomstandigheden, kernenergie of fossiele brandstoffen. Na een publieke discussie hebben de pensioenfonds voor de medische sector de tabaksindustrie in de ban gedaan.<sup>418</sup>

---

413 Hetzelfde geldt voor de 10%-grens bij beleggingen in de groep van ondernemingen waartoe de bijdragende onderneming behoort.

414 Maatman 2004a, p. 232.

415 Art. 21a Besluit marktmisbruik.

416 Dergelijke sanctiemaatregelen zijn gebaseerd op de Sanctiewet 1977. De lijst met sanctiemaatregelen wordt geregeld bijgewerkt.

417 Pensioenfonds zijn overigens verplicht om in hun jaarverslag te vermelden op welke wijze in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen (art. 135, lid 4, Pw). Dat laat onverlet dat elk pensioenfonds daarin eigen keuzes kan maken die niet door de pensioenregelgeving worden voorgeschreven.

418 Uitbreider over maatschappelijk verantwoord beleggen: Bauer & Hummels 2008; Hummels & Bauer 2006, in het bijzonder p. 63-65 en p. 81-95; Maatman 2007a; Janssen Groesbeek 2011; Lambooy 2004; Vermeer 2002, p. 182.



Voorop staat dat het beleggingsbeleid moet voldoen aan de prudent person-regel: maatschappelijk verantwoord beleggen mag niet ten koste gaan van het rendement of tot een verhoging van het beleggingsrisico.<sup>419</sup> Dat hoeft geen probleem te zijn: een doordachte uitvoering van een beleid om maatschappelijk verantwoord te beleggen, heeft geen negatieve invloed op het risico-rendementsprofiel van de portefeuille.<sup>420</sup>

De discussie over maatschappelijk verantwoord beleggen is tegenwoordig niet beperkt tot negatieve keuzes (uitsluitingslijsten). Ze ziet tegenwoordig ook op positieve keuzes om te beleggen in bijvoorbeeld hypotheek, infrastructuur, microkrediet en zorg.<sup>421</sup> Vanuit het perspectief van vermogensbeheer conform de prudent person-regel maakt het geen verschil: elke belegging, ook een maatschappelijk verantwoorde, moet passen binnen de totale portefeuille. Dat is ook het standpunt van DNB.<sup>422</sup> DNB wijst er bovendien op dat er aan zulke beleggingen bijzondere risico's verbonden kunnen zijn en verlangt dat die worden beheerst.<sup>423</sup>

### 3.6.10 De omgekeerde wereld van staatsobligaties

Voor een aantal beleggingscategorieën bevat de Pensioenrichtlijn kwantitatieve beleggingsrestricties die ik hierboven heb beschreven. Staatsobligaties bevinden zich echter in de omgekeerde wereld. De Pensioenrichtlijn staat lidstaten toe de diversificatie-eis en de eis om het concentratierisico te beperken, niet van toepassing te verklaren op beleggingen in staatsobligaties.<sup>424</sup> Nederland heeft van die mogelijkheid gebruik gemaakt.<sup>425</sup> Zowel deze mogelijkheid uit de richtlijn als de keuze van de Nederlandse wetgever staan (tegenwoordig) aan kritiek bloot.<sup>426</sup>

Deze bepaling weerspiegelt de gedachte dat staatsobligaties een veilige belegging zijn. De kredietcrisis toont aan dat die gedachte onjuist is<sup>427</sup> en dat beleggers onderscheid moeten maken tussen verschillende

419 Maatman 2007a, p. 183.

420 Bauer & Hummels 2008, p. 36-37.

421 Zie bijv. Lutjens 2012a; Cats 2012; en Kooiman 2012.

422 DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2011, p. 1.

423 Beleidsregel uitgangspunten risicobeoordeling alternatieve beleggingen.

424 Art. 18, lid 1, sub f, derde alinea, Pensioenrichtlijn. Voor alle duidelijkheid merk ik hier op dat deze bepaling geen kwantitatieve beperking is, maar het spiegelbeeld: een beperking van een kwantitatieve beperking.

425 Art. 135, lid 3, Pw.

426 Maatman 2013 en Maatman & Van der Graaf 2013a, p. 22-23. Hiervoor werd immers reeds aangehaald dat staatsobligaties géén risicovrije beleggingen zijn (voetnoot 269).

427 Uit onderzoek blijkt zelfs dat het zeer frequent voorkomt dat overheden hun betalingsverplichtingen niet nakomen. Zie Reinhart & Rogoff 2009.

staten. Dat doen beleggers ook: naarmate een land een lagere kredietbeoordeling heeft, betaalt het een hogere vergoeding op zijn staatsobligaties. De Vereniging van Beleggingsprofessionals is dan ook van mening dat ook beleggingen in staatsobligaties een kritische beoordeling verdienen.<sup>428</sup>

Niettemin, zelfs wanneer een pensioenfonds zijn gehele vermogen in Belizaanse<sup>429</sup> staatsobligaties zou beleggen, is het voor DNB juridisch nog niet eenvoudig om dat pensioenfonds te bewegen tot diversificatie. Zelfs in deze absurde situatie voldoet het fonds immers nog aan alle eisen, zodat het legaliteitsbeginsel aan ingrijpen in de weg staat. Ook in een realistischer scenario waarin een pensioenfonds het grootste deel van zijn vermogen belegt in Nederlandse en Duitse staatsobligaties, biedt de prudent person-regel DNB geen hulp.<sup>430</sup> DNB zou hierin aanleiding kunnen zien om de deskundigheid van de bestuurders te hertoetsen.<sup>431</sup>

### 3.6.11 *Strategisch en tactisch beleggingsbeleid*

De gekozen modelportefeuille staat voor het strategische beleggingsbeleid van het fonds. Het fonds kan er echter voor kiezen om tijdelijk van de strategische portefeuille af te wijken.<sup>432</sup> De reden daarvoor kan liggen in het behalen van extra rendement of het afdekken van een specifiek risico. Men spreekt dan van actief vermogensbeheer en dit resulteert in een tactische beleggingsportefeuille. Staat een fonds actief vermogensbeheer toe, dan moet het zorgvuldig bandbreedtes bepalen waarbinnen de (interne of externe) uitvoeringsorganisatie mag afwijken van de strategische portefeuille. Het pensioenfonds moet deze bandbreedtes natuurlijk kunnen verantwoorden. Dat betekent, mijns inziens, vooral dat het kan onderbouwen waarom het fonds de risico's die gepaard gaan met een (tijdelijke) afwijking binnen de gestelde bandbreedtes kan dragen. De

---

428 De Vereniging van beleggingsprofessionals (VBA) in een onderzoek van het Actuariel Genootschap (Actuariel Genootschap 2010, p. 13).

429 Het is enigszins afhankelijk van de kredietbeoordelaar wiens oordeel men volgt, maar op het moment van schrijven is Belize mogelijk het land met de meest ongunstige kredietbeoordeling ter wereld. Zie bijv. <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> voor een overzicht.

430 DNB gaf Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken wel een aanwijzing om de belegging in goud te reduceren van 13% van de portefeuille naar maximaal 3%. Datzelfde pensioenfonds had 77,8% van de portefeuille belegd in staatsobligaties, waarvan het grootste deel in Duitse (56,9%) en Nederlandse (16,4%) staatsobligaties. Daar had de aanwijzing echter geen betrekking op. Daarover kritisch: Maatman & Van der Graaf 2012, p. 11.

431 Zie par. 6.8.5.

432 Art. 13a, lid 2 en 3, Besluit FTK.

commissie Frijns constateerde dat fondsen hun vermogensbeheerders<sup>433</sup> niet zelden een veel te ruim mandaat gaven voor actief vermogensbeheer.<sup>434</sup>

### 3.6.12 Gevolgen voor de organisatie-inrichting

De prudent person-regel richt zich op de kwaliteit van het vermogensbeheer of, zoals Davis het formuleert “internal controls and governance structures in which the authorities may have confidence”.<sup>435</sup> Omdat de prudent person-regel een open norm is, stelt dit hoge eisen aan de organisatie-inrichting en, in het bijzonder, aan de deskundigheid van het bestuur.<sup>436</sup> Men mag volgens Davis een volledige en duidelijke verklaring inzake de beleggingsbeginselen<sup>437</sup> verwachten. Ook vereist de prudent person-regel dat er binnen de organisatie duidelijke beslisbevoegdheden zijn bepaald en gedetailleerde interne richtlijnen voor het vermogensbeheer.<sup>438</sup>

Het fondsbestuur moet controleren of zijn beleggingsbesluiten correct worden uitgevoerd. Het moet zich daarom laten rapporteren over de actuele samenstelling en het actuele risico-niveau van de portefeuille.<sup>439</sup> Zekerheid omtrent de juistheid van de waardering van de individuele beleggingen is daarbij van groot belang.<sup>440</sup>

Een treffend voorbeeld van de noodzaak om de vinger aan de pols te houden, vormt de PME-casus. PME had een groot aantal complexe en niet-liquide beleggingen met hoge risicoblootstelling op de balans staan. De rechtbank oordeelde dat het fonds diverse prudentiële restricties had overschreden.<sup>441</sup> Hij oordeelde verder dat het fonds noch zijn vermogensbeheerder over een betrouwbaar waarderingsmodel voor de complexe

433 In het onderzoek werd vooral ingegaan op externe vermogensbeheerders. Niettemin geldt ook jegens interne uitvoeringsorganisaties dat het aantal vrijheidsgraden om af te wijken van de modelportefeuille beperkt moet zijn tot een verantwoordbare omvang.

434 Commissie Frijns 2010, p. 42-43. Zie ook DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 2.

435 Davis 2002, p. 169.

436 Zie par. 3.6.3.

437 Een dergelijke verklaring is overigens verplicht op grond van art. 145 Pw.

438 Davis 2002, p. 169.

439 Meer over rapportages in par. 5.15.3. Die paragraaf ziet op rapportages door dienstverleners, maar grote delen zijn ook relevant bij een interne uitvoeringsorganisatie.

440 Zie Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME). Een verplichting om de activa “op prudente wijze” te waarderen bestaat op grond van art. 15, lid 4, sub a, Pensioenrichtlijn.

441 Het oordeel te dien aanzien luidde dat de liquiditeit van de portefeuille niet was gewaarborgd, dat bepaalde derivaten niet waren gebruikt voor risicoreductie of doeltreffend portefeuillebeheer en dat sprake was van een concentratierisico.

beleggingen beschikte. Daardoor was het fonds ook niet in staat om tussentijdse risico-inschattingen te maken.<sup>442</sup> Tot slot constateerde de rechtbank dat het fonds geen enkele grip op de kosten van het vermogensbeheer had.<sup>443</sup>

### 3.7 Conclusies

Dit hoofdstuk ziet niet op een zelfstandige onderzoeksvraag. Het vormt, samen met het volgende hoofdstuk, de opmaat naar de navolgende hoofdstukken. Dit hoofdstuk betreft de eisen die zijn gesteld aan het vermogensbeheer door pensioenfondsen.

De hoofdnorm voor dit vermogensbeheer is de “prudent person-regel”. De prudent person-regel stelt eisen aan zowel het beleggingsproces als aan het resultaat van dat proces: de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Het doel hiervan is om (uitsluitend) de belangen van de begunstigden van het fonds te beschermen. Anders dan in de Nederlandse literatuur wel wordt betoogd, laat dit geen ruimte om in de beleggingskeuzes ook de belangen van de werkgever mee te wegen.

De eisen aan de samenstelling van de beleggingsportefeuille komen tot uiting in de “totaleportefeuilletoets”: de samenstelling van de portefeuille moet zodanig zijn dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd. Het belangrijkste kenmerk is de diversificatie-eis. Hoewel in een efficiënte markt niemand (althans niet zonder strafbare voorkennis) het koersverloop van beleggingen kan voorspellen, hoeft beleggen geen loterij te zijn. Door (goed) te diversifiëren wordt het risico in de portefeuille beduidend kleiner. Staatsobligaties zijn om politieke redenen weliswaar uitgezonderd van de diversificatie-eis. Toch doen pensioenfondsen er verstandig aan om ook hun beleggingen in staatsobligaties goed te diversifiëren, ook al bestaat daar geen verplichting toe en kan DNB dat bijgevolg niet of moeilijk afdwingen.

---

442 Vermoedelijk is het op deze grond dat de rechtbank meende dat PME ook niet voldeed aan de prudentiële eis dat de dekkingsgraad met een zekerheid van 97,5% niet binnen een jaar onder 100% mag komen.

443 De basis-fee bedroeg 12 miljoen euro. Niettemin betaalde PME, samen met een ander pensioenfonds, 450 miljoen euro voor vermogensbeheersdiensten, hoewel de (overigens externe) uitvoeringsorganisatie de hoogte van het bedrag grotendeels niet kon verantwoorden.

Om een gezonde portefeuillesamenstelling geen zaak van toeval te laten zijn, moet ook het beleggingsproces goed zijn georganiseerd. Dat vereist een degelijke onderbouwing van het beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een professionele bedrijfsvoering.<sup>444</sup>

Een onderbouwd beleggingsbeleid betekent op de eerste plaats dat er een beleggingstheoretische gedachtegang aan het beleid ten grondslag ligt die de gemaakte keuzes in redelijkheid rechtvaardigt. Ook in de beleggingstheorie wordt het belang van diversificatie onderstreept. Dat laat evenwel de mogelijkheid open om af te wijken van marktgemiddeld gedrag. “The wisdom of the crowds” slaat soms om in “the madness of the mobs”. Naarmate de afwijking van marktgemiddeldes groter wordt, is een steviger onderbouwing op haar plaats.

Een onderbouwd beleggingsbeleid betekent ook dat het beleid is afgestemd op de kenmerken van het fonds. Het risiconiveau van de portefeuille moet niet groter zijn dan de risicobereidheid van het fonds of het vermogen van dat fonds om risico's te dragen. Zo kan een fonds met een “grijs” begunstigenbestand in de regel minder risico's nemen dan een fonds met een overwegend jong begunstigenbestand.<sup>445</sup> Andere omstandigheden zijn bijvoorbeeld de omvang van de financiële buffers en de blootstelling aan renterisico.

Een deskundig vastgesteld beleid is niet voldoende. De commissie Frijns heeft aangetoond dat een pensioenfonds door een onzorgvuldige uitvoering veel rendement kan mislopen. Ook in de uitvoering van dat beleggingsbeleid moet het fonds dus de vinger aan de pols houden. Dat stelt eisen aan de bedrijfsvoering van het fonds. Het moet bijvoorbeeld risicobegrenzungen definiëren waarbinnen het risicoprofiel van de portefeuille moet blijven. Het moet risicomaatstaven definiëren om te kunnen bepalen wanneer de risicobegrenzungen worden overschreden. Procedures zijn nodig om te verzekeren dat ook daadwerkelijk wordt ingegrepen wanneer dat nodig is.

Misschien wel de belangrijkste eis aan de bedrijfsvoering is de beschikbaarheid van deskundigheid. Zonder voldoende deskundigheid binnen de organisatie en het bestuur van het fonds, is het niet mogelijk een deugdelijk beleggingsbeleid vast te stellen en te controleren of de uitvoering daaraan voldoet. De uitvoering van het beleggingsbeleid is vaak uitbesteed aan een vermogensbeheerder. Het belang van deskundigheid is

---

444 Maatman 2004a, p. 234-235.

445 De Commissie Frijns vond overigens geen verband tussen de kenmerken van een pensioenfonds en het door dat fonds gevoerde beleggingsbeleid (Commissie Frijns 2010, p. 37).

dan des te groter. Zonder voldoende deskundigheid kan het fonds zijn dienstverlener niet adequaat controleren of diens prestaties beoordelen. Het mist dan “countervailing power”.

## HOOFDSTUK 4

# DOORWERKING VAN EUROPESE RICHTLIJNEN IN NATIONAAL CIVIEL RECHT EN AANTASTBAARHEID VAN CONTRACTSAFSPRAKEN WEGENS STRIJD MET DE WET

### 4.1 Inleiding

De uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet en de Wft vormen mede een implementatie van Europese richtlijnen. Vaak zijn ze één op één overgenomen. In het geval van de Pensioenwet is dat niet het geval. De uitbestedingsvoorschriften in de Pensioenrichtlijn zijn tamelijk summier en zien eigenlijk uitsluitend op controlebevoegdheden waarover de toezichthouder moet beschikken.<sup>446</sup> De uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet zien daarentegen met name op materiële eisen waaraan het pensioenfonds moet voldoen. Voor de uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet is voortgebouwd op de voormalige toezichthouderregel, de Bup. Voorts is er aangesloten bij de uitbestedingsregels die voor andere financiële sectoren gelden.<sup>447</sup> Toch zijn de uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet te beschouwen als een uitwerking van voorschriften uit de Pensioenrichtlijn. Immers, de toezichthouder moet op grond van de Pensioenrichtlijn niet alleen beschikken over bevoegdheden om te controleren of de uitbestede werkzaamheden worden uitgevoerd conform de geldende voorschriften. Hij moet ook in het belang van de begunstigden kunnen ingrijpen als de belangen van de begunstigden (dreigen te) worden geschaad.<sup>448</sup> Dit impliceert dat de Pensioenrichtlijn op het pensioenfonds een plicht legt om, met het oog op de belangen van de begunstigden, “in control” te blijven over uitbestede werkzaamheden.

---

446 Art. 13, sub b en d, Pensioenrichtlijn.

447 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 9 en Stb. 2006, 709, p. 38.

448 Art. 14, lid 2, Pensioenrichtlijn.

De richtlijnen op het terrein van het financieel recht zijn toezichtrechtelijk van aard. Ze geven voorschriften waar pensioenfondsen of financiële ondernemingen aan moeten voldoen en op de naleving waarvan de financiële toezichthouders toezien. Hoewel zij alle sterk zijn gericht op de bescherming van begunstigden respectievelijk cliënten, wordt de civielrechtelijke dimensie niet geregeld. Dat heeft in de literatuur tot een discussie geleid over de vraag hoe deze richtlijnen in ons privaatrecht doorwerken. Die discussie is tot nu toe bijna uitsluitend gevoerd met betrekking tot de MiFID, maar is net zo relevant voor andere Europese richtlijnen. In die discussie staan drie vragen centraal:

1. Mag een rechter strenger of soepeler zijn dan de richtlijn?
2. Mogen contractspartijen strenger of soepeler zijn dan de richtlijn?
3. Wat zijn de rechtsgevolgen van afspraken tussen partijen die in strijd zijn met een (correct omgezette) richtlijn?

Met betrekking tot de eerste vraag is vooral gediscussieerd of de (civiele) rechter de civiele zorgplicht die op een vermogensbeheerder rust, onafhankelijk van de (MiFID-)zorgplichten mag beoordelen, of dat de omvang van de civiele zorgplicht beperkt is tot die (MiFID-)zorgplichten. Een gelijksoortige vraag speelt voor pensioenfondsen. Kan de (civiele) zorgplicht van het pensioenfonds (jegens zijn begunstigden) vereisen dat het verdergaande maatregelen neemt dan de Pensioenrichtlijn voorschrijft?

Met betrekking tot de tweede vraag is wel verdedigd dat contractspartijen niet van de MiFID mogen afwijken. Dit zou onder meer meebrengen dat een pensioenfonds zich tegenover zijn vermogensbeheerder geen hoger beschermingsniveau mag bedingen dan waarin de MiFID reeds voorziet.

Met betrekking tot de derde vraag blijkt het van groot belang dat in de Wft is geregeld dat een rechtshandeling die is verricht in strijd met de Wft, in beginsel niet uit dien hoofde aantastbaar is. In de Pensioenwet ontbreekt een dergelijke bepaling. Dat roept weer de vraag op of ook rechtshandelingen die zijn verricht in strijd met de Pensioenwet in beginsel niet-aantastbaar zijn.

Deze vragen zien op de wijze waarop een richtlijn doorwerkt in een rechtsgebied, namelijk het privaatrecht, dat niet door die richtlijn wordt geharmoniseerd. Dit betreft een specifiek geval van doorwerking van richtlijnen in het nationale recht. Voor de beantwoording van deze vragen



zal ik daarom eerst een overzicht geven van de hoofdlijnen waarlangs richtlijnen doorwerken in het nationale recht.

De wijze waarop Europese (uitbestedings)regels doorwerken in het nationale publiekrecht komt in hoofdstuk 6 aan bod.

## 4.2 Hoofdlijnen van doorwerking

Richtlijnen krijgen hun werking primair via hun omzetting in nationaal recht. Een richtlijn is “verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke lidstaat waarvoor zij bestemd is, doch aan de nationale instanties wordt de bevoegdheid gelaten vorm en middelen te kiezen”.<sup>449</sup> Lidstaten moeten ervoor zorgen dat de omzettingsregels de volle werking van de richtlijn verzekeren. Dit heet het “effectiviteitsbeginsel” dat ook wel het “doeltreffendheidsbeginsel”, “eis van nuttig effect” of “eis van *effet utile*” wordt genoemd. Deze eis houdt onder meer in dat “ingeval de richtlijn rechten voor particulieren in het leven beoogt te roepen, de begunstigden al hun rechten kunnen kennen en ze zo nodig voor de nationale rechterlijke instanties kunnen doen gelden”.<sup>450</sup> Dat stelt eisen aan de toegankelijkheid van een rechterlijke procedure, maar ook aan de uitwerking bij de implementatie.<sup>451</sup> Veelal is een letterlijke omzetting van de richtlijn vereist, wanneer de richtlijn nauwkeurige resultaten voorschrijft.<sup>452</sup> In andere gevallen moeten lidstaten niet nader omschreven maatregelen nemen om

---

449 Art. 288 VWEU.

450 Zie bijv. HvJEG 26 juni 2003, C-233/00 (Commissie/Frankrijk), r.ov. 76; HvJEG 9 september 1999, C-217/97 (Commissie/Duitsland), r.ov. 32; HvJEG 30 november 2006, C-32/05, (Commissie/Luxemburg), r.ov. 34. Zie ook art. 47 Handvest.

451 Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 111, slot, onder verwijzing naar HvJEG 16 december 1976, C-33/76 (Rewe) en HvJEG 20 september 2001, C-453/99 (Courage/Crehan) en de voorbeelden uit de daarna volgende randnummers. Zie ook Keus 2010, p. 61-66.

452 Dat is bijvoorbeeld het geval bij verschillende onderdelen van de prudent person-regel (art. 18 Pensioenrichtlijn) en bij verschillende onderdelen van de aanbestedingsregels voor beleggingsondernemingen (art. 14, lid 2, Uitvoeringsrichtlijn MiFID).

algemene en niet-kwantificeerbare doeleinden te bereiken.<sup>453</sup> In die gevallen beschikken lidstaten over een zekere beoordelingsruimte.<sup>454</sup>

De speelruimte van de lidstaat wordt verder bepaald door de vraag of de richtlijn voorziet in minimum- of maximumharmonisatie. In het geval van minimumharmonisatie stelt de richtlijn de minimale eisen aan de nationale regelgeving, bijvoorbeeld ten aanzien van consumentenbescherming. Het staat een lidstaat dan vrij om in haar nationale recht in een hoger beschermingsniveau te voorzien.<sup>455</sup>

In het geval van maximumharmonisatie is die speelruimte er niet. Met de richtlijn wordt dan een maximale harmonisatie van de nationale regels beoogt. Lidstaten mogen dan géén verdergaande bescherming bieden. De richtlijn vormt in zulke gevallen reeds zelf een afweging tussen de belangen van de te beschermen particulier en die van de ondernemer, welk evenwicht niet door nationale regels mag worden verstoord. Ook kan het zijn dat voor maximumharmonisatie is gekozen omdat verdergaande bescherming de harmonisering van het recht van de lidstaten te zeer beperkt en concurrentieverstorend werkt.<sup>456</sup>

Vaak ontbreekt in een richtlijn een bepaling of de richtlijn in minimum- of maximumharmonisatie voorziet. Dit moet dan worden bepaald aan de hand van de doelstelling, rechtsgrondslag, bewoordingen en mate van detail van de richtlijn, alsmede de aan- of afwezigheid van een expliciete afwijkingsbevoegdheid.<sup>457</sup> Van de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn

---

453 Een voorbeeld is de bepaling in de Pensioenrichtlijn dat pensioenfondsen “een beleggingsbeleid moeten voeren dat in overeenstemming is met de “prudent person”-regel en met name met de volgende voorschriften: (...)”. Die bepaling maakt duidelijk dat de hoofdnorm (een beleggingsbeleid conform de prudent person-regel) een open norm is. Een ander voorbeeld is het voorschrift dat beleggingsondernemingen bij de uitbesteding van werkzaamheden “de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en waakzaamheid aan de dag [dienen] te leggen” (art. 14, lid 2, aanhef, Uitvoeringsrichtlijn MiFID). Ook de loyaliteitsverplichting die op beleggingsondernemingen rust (art. 19, lid 1, MiFID) is een goed voorbeeld.

454 Bijv. HvJEG 9 november 1999, C-365/97 (Commissie/Italië), r.ov. 67-68 en (in een zaak in de financiële sector) HvJEU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274, m.nt. Busch en AA 2013, p. 667-672, m.nt. Busch (Génil/Bankinter), r.ov. 57.

455 Lidstaten zijn overigens niet geheel vrij in het bieden van verdergaande bescherming. Een verdergaande bescherming mag geen inbreuk vormen op de (direct werkende) bepalingen van het VWEU (zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 177).

456 Zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 177. Zie bijv. ook Rb Rotterdam 16 januari 2015, JOR 2015/166 (binair opties).

457 Zie Kristen 2004, p. 42-58 en de daargenoemde verwijzingen en Borgers 2008.

MiFID wordt algemeen aanvaard dat ze in verregaande mate in maximumharmonisatie voorzien.<sup>458</sup> Voor de Pensioenrichtlijn is algemeen geaccepteerd dat ze overwegend in minimumharmonisatie voorziet.<sup>459</sup> De prudent person-regel zit daar echter tussenin: ze is niet maximumharmoneiserend, maar er zijn strikte beperkingen gesteld aan de aanvullende eisen die lidstaten mogen stellen.<sup>460</sup>

De vraag of een richtlijn voorziet in minimum- of maximumharmonisatie, moet men onderscheiden van de vraag of de richtlijn een bepaald onderwerp uitputtend regelt. Voor zover een richtlijn een bepaald onderwerp niet uitputtend regelt, is het een lidstaat toegestaan om dat onderwerp zelf te regelen, ook als het een maximumharmoneiserende richtlijn betreft.<sup>461</sup>

Zo regelen de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID tamelijk gedetailleerd de bescherming die lidstaten aan beleggers moeten verzekeren. De civielrechtelijke doorwerking regelen zij niet. De civielrechtelijke gevolgen blijven daarmee het terrein van nationale regels. Lidstaten zijn in beginsel vrij bij het stellen van regels ten aanzien van zulke onderwerpen.

Toch is ook hier de vrijheid van lidstaten begrensd. De belangrijkste voorwaarde is dat zulke nationale regels de volle werking van richtlijnen niet belemmeren: "Bij ontstentenis van een Unieregeling is het een aangelegenheid van het interne recht van elke lidstaat om de contractuele gevolgen van de niet-nakoming van deze verplichtingen vast te stellen, met inachtneming van het gelijkwaardigheids- en het [effectiviteitsbeginsel]".<sup>462</sup>

---

458 Grundmann-van de Krol 2009, p. 53-56; Moloney 2014, p. 28; Europese Commissie Background Note for the draft implementing Directive 2006, p. 6-7 (par. 2.2). Voorzichtiger is Tison 2010.

459 Zo staat in Overweging 6 van de preambule van de richtlijn te lezen dat de richtlijn "een eerste stap vormt op de weg naar een op Europese schaal georganiseerde interne markt voor bedrijfspensioenvoorziening". Het geursiveerde deel maakt duidelijk dat het om minimumharmonisatie gaat.

Dat sluit overigens niet uit dat sommige bepalingen van de richtlijn wél in maximumharmonisatie voorzien. Zo bepaalt art. 18, lid 4 van de richtlijn dat lidstaten geen voorafgaande goedkeuring aan of systematische kennisgeving van beleggingsbesluiten mogen eisen.

460 Art. 18, lid 5, Pensioenrichtlijn.

461 Zie Mak 2009, p. 58-61, Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 178 en Barents & Brinkhorst 2012, nr. 393-394.

462 HvJEU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274, m.nt. Busch en AA 2013, p. 667-672, m.nt. Busch (Génil/Bankinter), r.ov. 57 en 58. Evenzo HvJEU 19 december 2013, C-174/12 (Immofinanz), r.ov. 41. Dit is overigens vaste rechtspraak, zie bijv. HvJEG 16 december 1976, C-33/76 (Rewe), HvJEG 20 september 2001, C-453/99 (Courage/Crehan) en HvJEU 9 december 2010, C-568/08 (Spijker Infrabouw).

Dit stelt niet enkel eisen aan regels van procesrecht, maar ook aan regels van materiële aard, zoals die inzake de omvang van een schadevergoeding. Zo bleek een wettelijke regeling op grond waarvan een benadeelde van een schending van unieregels slechts aanspraak heeft op vergoeding van diens negatieve belang of tot een in de wet opgenomen maximum, in strijd te zijn met het effectiviteitsbeginsel.<sup>463</sup>

Is de richtlijn eenmaal (correct) omgezet, dan gelden (slechts) de implementatievoorschriften.<sup>464</sup> De omzetting van een richtlijn kan bij wet geschieden, maar dat is niet nodig. Ook de beleidsregels van een toezichthouder kunnen de implementatie vormen van een richtlijn.<sup>465</sup>

Een particulier kan rechten tegenover een andere particulier niet rechtstreeks aan een richtlijn ontnemen.<sup>466</sup> Op grond van het effectiviteitsbeginsel is de rechter niettemin gehouden om het nationale recht zo veel als mogelijk richtlijnconform uit te leggen.<sup>467</sup> Hij is namelijk onderdeel van de lidstaat.<sup>468</sup>

Voor de (financiële) toezichthouder ligt dit niet anders. Ook hij is onderdeel van de lidstaat en dus gehouden om bij handhavingsactiviteiten (bijvoorbeeld ten aanzien van privaatrechtelijke handelingen van een onderneming) een richtlijnconforme uitleg aan de omzettingbepalingen

---

In het citaat is in plaats van de term “effectiviteitsbeginsel”, de term “doel-treffendheidsbeginsel” gebruikt. Daarmee wordt hetzelfde bedoeld. Met het gelijk-waardigheidsbeginsel wordt bedoeld dat de procedureregels voor vorderingen die worden ingesteld ter bescherming van de rechten die een particulier aan een richtlijn ontleend, niet ongunstiger mogen zijn dan die voor soortgelijke nationale vordering.

463 HvJEG 10 april 1983, C-14/83 (Von Colson en Kamann) en HvJEG 2 augustus 1993, C-271/91 (Marshall II). In de laatste zaak oordeelde het Hof dat de volle werking van de betreffende richtlijn vereiste dat een “reële en effectieve schadevergoeding” kon worden gevorderd. Voor andere voorbeelden van doorwerking van richtlijnen in het privaatrecht, ook met betrekking tot andere onderwerpen dan schadevergoeding, zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 111-124.

464 Ik ga verder niet in op de gevolgen van niet-correcte omzetting van richtlijnen. Ik wijs er slechts op dat een niet-correcte omzetting kan leiden tot een inbreukprocedure van de Europese Commissie tegen de lidstaat (art. 260, lid 2, VWEU).

465 Zie voetnoot 341. Zie ook Barents & Brinkhorst 2012, p. 165.  
466 Zie bijv. HvJEG 26 februari 1986, C-152/84 (Marshall I). Anders gezegd: een richtlijn heeft geen directe horizontale werking. Dit ligt overigens anders in verticale verhoudingen, waarbij de overheid een overeenkomst heeft gesloten met een particulier, omdat de overheid niet mag profiteren van haar eigen nalatigheid. Zie uitgebreid: Prinsen 2004, par. 6.13.6.

467 De verplichting tot richtlijnconforme interpretatie is niet beperkt tot de nationale omzettingwetgeving, maar betreft het gehele nationale recht (zie bijv. HvJEG 25 oktober 2005, C-350/03 (Schulte)). Voor de grenzen aan een richtlijnconforme uitleg: zie Prinsen, nr. 6.13.2.

468 Zie voetnoot 341. Zie ook Barents & Brinkhorst 2012, nr. 126.

te geven.<sup>469</sup> Tot slot wijs ik er nog op dat lidstaten op grond van het effectiviteitsbeginsel verplicht zijn tot het daadwerkelijk handhaven van het geharmoniseerde recht. Het staat lidstaten niet vrij om inbreuken daarop niet te sanctioneren of een soort gedoogbeleid te voeren.<sup>470</sup>

### **4.3 Mag de civiele rechter afwijken van de richtlijn?**

Voorziet een richtlijn in minimumharmonisatie, dan mag een lidstaat verdergaande eisen stellen. Voorziet een richtlijn in maximumharmonisatie, dan mag een lidstaat géén verdergaande eisen stellen. Men houde in het oog dat een lidstaat zelfs bij een maximumharmoniserende richtlijn eisen mag stellen die niet uit die richtlijn voortvloeien, voor zover die eisen een onderwerp betreffen dat niet (uitputtend) door die richtlijn wordt bestreken. De mogelijkheid om al of niet (verdergaande) eisen te stellen, geldt ook voor de uitleggende (civiele) rechter. Hij is immers onderdeel van diezelfde lidstaat.

Algemeen wordt aangenomen dat de Pensioenrichtlijn (overwegend) voorziet in minimumharmonisatie, terwijl de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn (overwegend) voorzien in maximumharmonisatie.<sup>471</sup>

De wetgever voorziet reeds in verdergaande eisen dan de Pensioenrichtlijn. Zo stelt hij in het Bupw eisen aan de inhoud van een uitbestedingsovereenkomst. De rechter mag op zijn beurt ook weer aanvullende eisen stellen aan de inhoud van de uitbestedingsovereenkomst. Hij kan bijvoorbeeld aanvullende eisen afleiden uit open normen zoals de beheerste en integere bedrijfsvoering<sup>472</sup> of goed pensioenfondsbestuur.<sup>473</sup> Op deze manier kan hij ook aansluiten bij de uitbestedingsregels uit andere financiële sectoren en zo invulling geven aan een kruissectorale analoge toepassing van uitbestedingsregels.<sup>474</sup>

Lidstaten mogen niet strenger zijn dan de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Deze richtlijnen voorzien immers in maximumharmonisatie. Dit verbod om strenger te zijn, geldt ook voor de uitleggende rechter, met

---

469 Zie voetnoot 341. Zie ook Barents & Brinkhorst 2012, nr. 124-126.

470 Zie par. 6.2.

471 Zie voetnoten 463 en 464.

472 Art. 143 Pw.

473 Art. 33 Pw.

474 Zie par. 2.4.

inbegrip van de civiele rechter.<sup>475</sup> De civiele rechter is dus niet bevoegd om bijvoorbeeld uit de civiele zorgplicht van de vermogensbeheerder verdergaande informatieplichten af te leiden dan uit deze richtlijnen voortvloeien.

De conclusie dat ook de civiele rechter niet strenger mag zijn dan de MiFID heeft in de literatuur weerstand ondervonden. Een eerste bezwaar is dat aan het civiele recht een “autonome positie” toekomt ten opzichte van het financiële toezichtrecht. De MiFID harmoniseert immers enkel de toezichtregels, niet de civielrechtelijke gevolgen.<sup>476</sup> Het bezwaar houdt dus in dat de MiFID niet voorziet in een uitputtende regeling voor de civielrechtelijke gevolgen.

Het beroep op de “autonome positie van het privaatrecht” ziet er echter aan voorbij dat het HvJEU steeds beziet of een richtlijn zijn volle werking krijgt. Het HvJEU heeft eerder laten blijken dat ook richtlijnen die niet de civielrechtelijke gevolgen regelen, wel degelijk eisen aan het civiele recht kunnen stellen.<sup>477</sup>

Een tweede bezwaar luidt dat het financiële toezichtrecht in de concrete omstandigheden van het geval tot onaanvaardbare omstandigheden kan leiden. Het optreden van toezichthouders is immers aan het legaliteitsbeginsel gebonden. De civiele rechter kan veel beter rekening houden met de omstandigheden van het geval. Hij moet dan niet worden gebonden aan starre financieelrechtelijke regels. Ter illustratie wordt gewezen op de effectenlease-arresten.<sup>478</sup> In die zaken oordeelde de Hoge Raad dat

---

475 In het Europese recht is het niet relevant of een lidstaat een richtlijn implementeert in publiek- of privaatrechtelijke regels. Dit volgt ook uit art. 288, VwEU: Richtlijnen zijn verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat, maar laten aan de nationale instanties de bevoegdheid om vorm en middelen te kiezen. Relevant is slechts dat het resultaat daadwerkelijk wordt bereikt. Men spreekt van het effectiviteitsbeginsel.

476 Zie in het bijzonder Cherednychenko 2009, p. 945-946; Cherednychenko 2010, p. 74; Cherednychenko 2012, maar verder ook Wallinga 2014.

477 Zie voetnoot 467. Zie ook HvJEU 29 april 2015, C-51/13, JOR 2015/172, m.nt. Lieverse, Ondernemingsrecht 2015/76, m.nt. Frielink, AA 2015, p. 698-701, m.nt. Busch & Arons (Nationale Nederlanden). In die zaak oordeelde het Hof dat art. uit geschreven en ongeschreven privaatrechtelijke open normen wel informatieverplichtingen voor verzekeraars kunnen voortvloeien die verder gaan dan in de Derde Levensrichtlijn zijn opgenomen, maar enkel voor zover die aanvullende informatieverplichtingen duidelijk en nauwkeurig zijn vast te stellen en nodig zijn voor een goed begrip van het verzekeringsproduct.

478 HR 5 juni 2009 NJ 2012/183, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184, Ondernemingsrecht 2009, 176, m.nt. Van Baalen (Levob/Bolle); HR 5 juni 2009 JOR 2009/199, m.nt. Lieverse, NJ 2012/182, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184 (De Treek/Dexia); HR 5 juni 2009 JOR 2009/200, m.nt. Lieverse, NJ 2012/184, m.nt. Vranken (Stichting Gedupeerden spaarconstructie/Aegon).

op de aanbieder een civielrechtelijke waarschuwingsplicht rustte die verder reikte dan uit de publiekrechtelijke voorschriften bleek.

De effectenlease-arresten vormen echter geen goed voorbeeld. Ze werden gewezen in het tijdperk dat de voorloper van de MiFID, de ISD, gold. De ISD voorzag niet in maximum-, maar in minimumharmonisatie. De arresten vormen daarom enkel een goed voorbeeld van de mogelijkheid van rechters om strenger te zijn dan een richtlijn die voorziet in minimumharmonisatie.

Ook het bezwaar zelf, dat de onmogelijkheid van civiele rechters om strenger te zijn dan de richtlijn tot “onaanvaardbare oplossingen” zal leiden, overtuigt niet. De MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID voorzien weliswaar in maximumharmonisatie.<sup>479</sup> Naast de vele gedetailleerde bepalingen, bevatten de richtlijnen ook veel open (hoofd)normen. Voorbeelden van zulke open normen zijn de loyaliteitsverplichting en de te betrachten zorgvuldigheid gedurende een uitbestedingsrelatie.<sup>480</sup> In zoverre voorzien deze richtlijnen dus in een *maximumharmonisatie van open normen*. Dat laat de rechter veel speelruimte om rechtvaardige oplossingen voor het concrete geval te geven.<sup>481</sup> Zo is in de literatuur al geopperd dat de MiFID-loyaliteitsverplichting van een beleggingsonderneming materieel dezelfde werking kan hebben als de redelijkheid en billijkheid uit het BW.<sup>482</sup> Het laat ook de ruimte om uit die open normen eisen af te leiden waaraan een pensioenfonds of financiële onderneming bij uitbesteding van werkzaamheden moet voldoen, ook als die eisen niet expliciet in de uitbestedingsregels voor de eigen sector voorkomen. Dit sluit goed aan bij de door mij voorgestane kruissectorale toepassing van uitbestedingsregels.

Het is dan wel essentieel dat zulke open normen uit (maximumharmoniserende) richtlijnen niet te terughoudend worden uitgelegd. Als voorbeeld kan de volgende casus uit een uitspraak van de Hoge Raad dienen.<sup>483</sup> In die casus had een (bank)beleggingsonderneming een cliënt geadviseerd om met vermogen dat voor zijn oudedagsvoorziening bestemd was, op grote schaal optie- en futuretransacties aan te gaan. De bank wist dat de belegger emotioneel labiel was en eerder geleden verliezen wilde goed maken door nog meer risico's te nemen. In een periode van anderhalf jaar werd

---

479 Zie voetnoot 464.

480 Art. 19, lid 1, MiFID (loyaliteitsverplichting) en art. 14, lid 2, aanhef, Uitvoeringsrichtlijn MiFID (zorgvuldigheid bij uitbesteding).

481 Evenzo: Busch 2012a, nr. 15.

482 Bierens 2013, p. 18.

483 HR 3 februari 2012, JOR 2012/116, m.nt. Van Baalen, AA 2012/10, m.nt. Busch (Rabobank Vaart en Vecht/X).

voor 128 miljoen euro gehandeld, hetgeen honderdmaal de waarde van zijn inleg betrof. Toen na 2 jaar de cliënt de relatie met de beleggingsonderneming beëindigde, was ruim 90% van de inleg verloren.

Op grond van de MiFID moet de beleggingsonderneming informatie verstrekken die passend is, in een begrijpelijke vorm en zodanig dat de (potentiële) cliënt redelijkerwijs in staat is om de aard en de risico's van de dienst en de aangeboden financiële instrumenten te begrijpen. Die informatie mag ook in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt.<sup>484</sup> Naar Nederlands privaatrecht rust er op de beleggingsonderneming een bijzondere zorgplicht die mede een waarschuwingsplicht omvat. Die waarschuwingsplicht strekt ertoe dat de beleggingsonderneming zich ervan vergewist dat de cliënt zich daadwerkelijk bewust is van de bijzondere risico's die een belegging voor hem kan hebben.<sup>485</sup>

Naar mijn mening loopt het Nederlandse privaatrecht hier niet uit de pas met de Europese MiFID.<sup>486</sup> De MiFID voorziet weliswaar in de mogelijkheid informatie in gestandaardiseerde vorm te verstrekken. Ze voorziet ook in een loyaliteitsverplichting. Die loyaliteitsverplichting is een open norm die is opgenomen in het eerste lid van hetzelfde MiFID-artikel dat beleggingsondernemingen toestaat om cliënten in gestandaardiseerde vorm te informeren over hun dienstverlening.<sup>487</sup> Het karakter van de loyaliteitsverplichting als open norm, biedt de ruimte om uit die verplichting een verdergaande informatieverplichting, zelfs een gepersonaliseerde waarschuwingsverplichting af te leiden. Zoals gezegd, biedt dat de mogelijkheid om tot aanvaardbare oplossingen te komen in een concreet geval. Dan moet die loyaliteitsverplichting echter niet te terughoudend worden uitgelegd.

---

484 Art. 19, lid 2 en 3, MiFID.

485 HR 3 februari 2012, JOR 2012/116, m.nt. Van Baalen, AA 2012/10, m.nt. Busch (Rabobank Vaart en Vecht/X); HR 24 december 2010, JOR 2011/54, m.nt. Pijls, NJ 2011/251, m.nt. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje); en eerder de effectenlease-arresten: HR 5 juni 2009, NJ 2012/183, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184, Ondernemingsrecht 2009, 176, m.nt. Van Baalen (Levob/Bolle); HR 5 juni 2009 JOR 2009/199, m.nt. Lieverse, NJ 2012/182, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184 (De Treek/Dexia); en HR 5 juni 2009 JOR 2009/200, m.nt. Lieverse, NJ 2012/184, m.nt. Vranken (Stichting Gedupeerden spaarconstructie/Aegon).

486 Busch meent of meende daarentegen wel dat de civiele waarschuwingsplicht verder reikt dan wat op grond van MiFID is vereist (Busch 2012b, p. 758). Na het arrest HvJEU 29 april 2015 in de zaak Nationale Nederlanden sluit hij echter niet uit dat het Hof van Justitie hier een soepele benadering zal kiezen Busch & Arons 2015, p. 700.

487 Art. 19, lid 1, MiFID.



Vóór een terughoudend gebruik van zulke open normen is gepleit omwille van rechtszekerheid en een Europees gelijk speelveld.<sup>488</sup> Die opvatting deel ik niet. Het gelijke speelveld wordt door open normen niet gehinderd, laat staan op onacceptabele wijze. Het gaat immers om de uitleg van open normen die in die richtlijn zelf zijn opgenomen. In geval van twijfel of een bepaalde uitleg van een open norm verenigbaar is met de richtlijn, kan (en in sommige gevallen: moet) de rechter een prejudiciële vraag aan het HvJEU stellen.<sup>489</sup>

Op haar beurt is de rechtszekerheid wel belangrijk, maar slechts een van de factoren die een rechter moet meewegen. De functie van open normen is om een zekere flexibiliteit aan de regels te geven en “onaanvaardbare oplossingen” (als ook onwenselijke oplossingen) te voorkomen. De doelen van de MiFID zijn het bereiken van een hoog niveau van beleggersbescherming en het bereiken van een interne markt voor beleggingsdiensten<sup>490</sup>, niet een afvinklijst van verplichtingen voor beleggingsondernemingen. Van het hierboven genoemde argument dat de open normen uit de MiFID de rechter volop ruimte bieden om recht te doen in het concrete geval, blijft weinig over als hij die normen terughoudend moet toepassen. Naar mijn mening betekent “recht doen” in het aangehaalde voorbeeld dat de cliënt wordt beschermd, tegen zowel de beleggingsonderneming als zichzelf. Het argument van de rechtszekerheid (ten gunste van de beleggingsonderneming) mag er niet toe leiden dat de cliënt van de benodigde bescherming beroofd wordt. Dat zou het met de MiFID beoogde hoge niveau van beleggersbescherming illusoir maken.

Ik meen veeleer dat de open normen uit maximumharmoniserende richtlijnen niet terughoudend, maar ruimhartig moeten worden toegepast. Het ligt wel voor de hand om de gesloten normen uit MiFID tot uitgangspunt te nemen. In het genoemde voorbeeld over de informatieverplichting kan dat bijvoorbeeld betekenen dat een vermogensbeheerder in beginsel inderdaad kan volstaan met informatie in gestandaardiseerde vorm, maar dat hij ook moet nagaan of de betreffende (potentiële) cliënt redelijkerwijs kan begrijpen welke dienst hem wordt aangeboden en welke risico's hij loopt als er aanwijzingen zijn om daaraan te twijfelen.<sup>491</sup> Natuurlijk laat dat zich moeilijk vangen in gestandaardiseerde procedures en brengt dat kosten met zich. Dat is echter niets nieuws en doet zich overal voor waar met open

---

488 Busch 2012b, p. 758 en Busch 2012a, nr. 15.

489 Art. 267 VWEU en HvJEG 22 oktober 1987, 314/85 (Foto-Frost).

490 Overweging 2 MiFID.

491 Vergelijk HR 3 februari 2012, JOR 2012/116, m.nt. Van Baalen, AA 2012/10, m.nt. Busch (Rabobank Vaart en Vecht/X), r.ov. 3.6.

normen gewerkt wordt. Ik zie echter geen reden om aan te nemen dat professionele financiële dienstverleners niet of minder goed uit de voeten kunnen met open normen dan consumenten of de MKB'er om de hoek.<sup>492</sup>

#### 4.4 Mogen contractspartijen afwijken van de richtlijn?

Richtlijnen scheppen verplichtingen voor lidstaten tot omzetting en handhaving van de inhoud van die richtlijnen. Volgens het HvJEU “kan een richtlijn uit zichzelf geen verplichtingen aan particulieren opleggen”.<sup>493</sup> Een particulier kan zich jegens een andere burger dan ook niet rechtstreeks op een richtlijn beroepen.<sup>494</sup> Hij zal zich moeten beroepen op de nationale omzettingbepalingen.<sup>495</sup>

Ook bij de uitleg van de overeenkomst door de rechter worden de contractanten niet aan een richtlijn gebonden. De rechter legt de overeenkomst uit volgens de Haviltex-norm.<sup>496</sup> In die norm komt de wilsvetrouwensleer tot uiting: de bedoeling van partijen staat voorop. Die bedoeling kan niet door de rechter met een richtlijnconforme interpretatie van de overeenkomst aan de kant worden gezet. Er bestaat voor rechters geen verplichting tot richtlijnconforme interpretatie van overeenkomsten. De verplichting tot richtlijnconforme interpretatie strekt ertoe het nationale

---

492 Zo bevat de Richtlijn oneerlijke contractbedingen de open norm “onredelijk bezwarend beding”. Verordening 852/2004 inzake levensmiddelenhygiëne verlangt van kooplui die via een marktkraam levensmiddelen aan de man brengen, dat zij “passende voorzieningen” aanwezig hebben “voor een voldoende persoonlijke hygiëne”.

493 HvJEG 26 februari 1986, C-152/84 (Marshall I).

494 Richtlijnen hebben, anders gezegd, geen directe horizontale werking. Er kan in horizontale verhoudingen wel sprake zijn van *indirecte* werking, bijv. door richtlijnconforme interpretatie. Zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 158-159 en 181-184. Een richtlijn kan wel directe “horizontale” werking hebben in een privaatrechtelijke verhouding met een overheidsinstantie. Heeft een lidstaat een richtlijn niet of niet correct geïmplementeerd, dan mag die overheid van die nalatigheid niet profiteren. In een dergelijk geval kan een burger zich rechtstreeks op de richtlijn beroepen. Ik heb “horizontale” hier tussen aanhalingstekens geplaatst, omdat men, ondanks de privaatrechtelijke relatie, hier in de Europeesrechtelijke literatuur toch een verticale verhouding in pleegt te zien. Zie bijv. HvJEG 26 februari 1986, C-152/84 (Marshall I) en HvJEU 24 januari 2012, C-282/10 (Dominguez). Zie verder Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 155 en Prinssen 2004, par. 6.13.6.

495 Dat is zelfs zo wanneer de richtlijn niet correct is omgezet (Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 156).

496 Bij de uitlegging van contractbepalingen komt het aan op de zin die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan deze bepalingen mochten toekennen en op hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten, waarbij de hoedanigheid van partijen mede van belang is (HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635, m.nt. Brunner (Haviltex)).

recht te doen stroken met het Europese recht. Rechters zijn niet gehouden om partijen die van hun contractsvrijheid gebruik maken, te binden aan regels die tussen hen geen gelding hebben.<sup>497</sup>

Particulieren worden dus niet door richtlijnen gebonden. Zij worden echter wel gebonden door de nationale omzettingbepalingen. Wanneer partijen afwijken van deze nationale omzettingbepalingen, kan dat gevolgen hebben voor de geldigheid of afdwingbaarheid van die afspraken.<sup>498</sup> De vraag luidt dus eigenlijk in welke gevallen het effectiviteitsbeginsel toelaat dat afspraken van contractspartijen die afwijken van richtlijnen, naar nationaal civiel recht afdwingbaar blijven.

Uitgaande van een correcte omzetting van de richtlijn in het nationale recht, kunnen contractsbepalingen dus niet soepeler zijn dan de dwingendrechtelijke bepalingen uit een richtlijn.<sup>499</sup> Dit is ongeacht of de richtlijn voorziet in minimum- of maximumharmonisatie. Zulke afspraken zijn immers in strijd met de (omzetting)wet en worden getroffen door civielrechtelijke sancties.<sup>500</sup>

Uiteraard mogen de contractspartijen wel afspraken maken die verder gaan dan een richtlijn die voorziet in minimumharmonisatie. Bij minimumharmonisatie staat het effectiviteitsbeginsel er zelfs niet aan in de weg dat een lidstaat verdergaande eisen in zijn nationale regelgeving opneemt; het staat er dan nog minder aan in de weg dat contractspartijen, die immers niet aan de richtlijn zijn gebonden, uit eigen beweging verdergaande eisen opnemen. Er is dus niets op tegen als een pensioenfonds en zijn vermogensbeheerder bijvoorbeeld afspreken dat de vermogensbeheerder een onderdienstverlener enkel inschakelt na vooraf verkregen instemming van het pensioenfonds.

---

497 Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 190; Prinssen 2004, par. 6.13.5. Hartkamp voegt eraan toe dat, hoewel niet verplicht, rechters toch "van nature geneigd" zullen zijn om contractuele afspraken in overeenstemming met een richtlijn uit te leggen. Natuurlijk moeten de kennelijke bedoelingen van de contractspartijen die ruimte dan wel toelaten. Die neiging zal vooral bestaan wanneer het beding anders met nietigheid bedreigd zou worden. Hij refereert daarbij aan de oude uitlegregel dat men een beding veeleer moet opvatten in de zin waarin het van enige uitwerking kan zijn, dan in die waarin het geen gevolg zou hebben. Zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 101.

498 Daarover meer in par. 4.5.

499 Zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 175. Voorzichtiger is overigens Busch 2012a, nr. 23-24.

500 Voor de vraag wélke civielrechtelijke sanctie de contractsafspraak treft, zie par. 4.5.

In de literatuur is daarentegen betoogd dat partijen géén verdergaande eisen mogen stellen wanneer een richtlijn voorziet in maximumharmonisatie, zoals de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn.<sup>501</sup> Dit zou namelijk een belemmering van het gelijke speelveld kunnen vormen. In andere literatuur is als voorbeeld de mogelijkheid genoemd dat vermogensbeheerders op grond van een lokaal marktgebruik zich op grote schaal onderwerpen aan strengere zorgplichten.<sup>502</sup>

Het argument overtuigt mij niet. Een gelijk speelveld ziet op de totstandkoming van één interne markt. Die interne markt kenmerkt zich hierin dat voor alle marktpartijen dezelfde (althans geharmoniseerde) voorwaarden en eisen gelden, ongeacht hun lidstaat van herkomst.<sup>503</sup> Die eis richt zich tot de lidstaten, niet tot hun burgers. Wanneer klanten naar (lokaal) marktgebruik strengere zorgplichten eisen van hun vermogensbeheerders verstoren zij het gelijke speelveld niet. Iedere vermogensbeheerder, ongeacht zijn lidstaat van herkomst, kan vrijelijk meedingen. Wel is er sprake van gewone marktwerking: partijen die de (lokale) klant niet bieden wat hij wenst, zijn niet concurrerend en maken op die markt geen kans. Het laat zich moeilijk voorstellen dat de Europese instellingen daartegen bezwaar maken.

---

501 Dit argument schijnt in de Luxemburgse literatuur te leven (zie: Riasetto & Richard 2012, nr. 6.74).

502 Busch 2012a, nr. 25. Hij geeft overigens zelf aan dat dit argument theoretisch aandoet, omdat de beleggersbescherming in de MiFID al van hoog niveau is, zodat vermogensbeheerders niet gauw met strengere eisen akkoord zullen gaan. Niettemin meent hij dat grote pensioenfondsen toch de onderhandelingspositie kunnen hebben om zulke verdergaande eisen te stellen (Busch 2014, p. 101). Voorstelbaar is bijv. dat zij aanvullende eisen stellen op het gebied van het beleid inzake belangenconflicten. Ook is voorstelbaar dat wanneer een vermogensbeheerder het vermogensbeheer verder uitbesteedt aan een vermogensbeheerder in een derde land, het opdrachtgevende pensioenfonds verlangt dat de onderbeheerder over een vergunning beschikt en onder prudentieel toezicht staat. Die eisen zijn in de Uitvoeringsrichtlijn MiFID enkel opgenomen in het geval van vermogensbeheer voor niet-professionele beleggers. Zie art. 15, lid 1, sub a, Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

De vraag of contractspartijen strenger mogen zijn dan een richtlijn die voorziet in maximumharmonisatie is ook op zichzelf interessant. Naast MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID zijn er meer richtlijnen die voorzien in maximumharmonisatie.

503 Zie Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 22-24.

#### **4.5 Aantastbaarheid van contractsafspraken in strijd met prudent person-regel of uitbestedingsregels**

De richtlijnen voor de financiële sector laten zich niet uit over de civiel-rechtelijke gevolgen. Het is aan de lidstaten zelf om te bepalen wat die rechtsgevolgen zijn.<sup>504</sup> Het meest vergaande rechtsgevolg dat mogelijk is, is nietigheid of vernietiging van de wetsstrijdige contractsafpraak. De mogelijkheden voor cliënten of begunstigden om bij schending van de prudent person rule of de uitbestedingsregels nakoming of schadevergoeding te vorderen, behandel ik in paragrafen 7.3 en 7.4.

##### *4.5.1 Aantastbaarheid van rechtshandelingen wegens strijd met de wet*

Een rechtshandeling in strijd met een dwingende wetsbepaling is aantastbaar. Dat is niet anders bij wetsbepalingen ter implementatie van richtlijnbevestigingen. De rechtshandeling is vernietigbaar wanneer de geschonden wetsbepaling uitsluitend dient ter bescherming van een der contractspartijen. In alle andere gevallen is zij nietig. Een rechtshandeling is echter toch niet-aantastbaar, als de geschonden bepaling niet de strekking heeft om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.<sup>505</sup>

Ter verduidelijk van die strekking, bevat de Wft een bijzondere bepaling: een rechtshandeling die is verricht in strijd met de Wft, is niet aantastbaar, tenzij anders bepaald.<sup>506</sup> Een dergelijke bepaling ontbreekt in de Pensioenwet. Hieronder onderzoek ik daarom eerst de overwegingen die hebben geleid tot de totstandkoming van de regeling in de Wft. Mede aan de hand daarvan onderzoek ik vervolgens of de prudent person-regel en de uitbestedingsregels al dan niet de strekking hebben om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.

---

504 Zie bijv. HvJEU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274, m.nt. Busch en AA 2013, p. 667-672, m.nt. Busch (Génil/Bankinter), r.ov. 57: "Bij ontstentenis van een Unieregeling is het een aangelegenheid van het interne recht van elke lidstaat om de contractuele gevolgen van de niet-nakoming van deze verplichtingen vast te stellen, met inachtneming van het gelijkwaardigheids- en het doeltreffendheidsbeginsel". Zie ook: HvJEG 16 december 1976, C-33/76 (Rewe), HvJEG 20 september 2001, C-453/99 (Courage/Crehan). Zie ook Asser/Hartkamp 3-I\* 2011, nr. 111 en Keus 2010, p. 61-62.

505 Art. 3:40, lid 2 en 3, BW.

506 Art. 1:23 Wft.

#### 4.5.1.1 De totstandkoming van de niet-aantastbaarheidsregeling in de Wft

De voorlopers van de Wft bevatten (doorgaans)<sup>507</sup> geen bepalingen over de al dan niet aantastbaarheid van daarmee strijdige rechtshandelingen. Daarmee kwam het aan op het bepalen van de strekking van de bepalingen in deze wetten.

De Hoge Raad let bij het bepalen van die strekking op de bewoording in de wetsbepaling, de wetsgeschiedenis en de aard van de bepaling.<sup>508</sup> Helaas bevatten de wet en de wetsgeschiedenis meestal geen aanwijzingen.<sup>509</sup> De Hoge Raad weegt bij het bepalen van de strekking van de wetsbepaling de “rechtszekerheid ook voor rechtsverkrijgenden en derden” mee.<sup>510</sup> Deze jurisprudentie van de Hoge Raad kon niet verhinderen dat de uitkomsten van de beoordeling in de lagere jurisprudentie zeer inconsistent was.<sup>511</sup> Ondertussen werd in de literatuur gepleit voor niet-aantastbaarheid van rechtshandelingen die in strijd zijn met financiële toezichtregels.<sup>512</sup>

De onduidelijkheid over de geldigheid van zulke rechtshandelingen vormde voor de wetgever reden om tot codificatie over te gaan. Dit gebeurde met de invoering van artikel 1:23 Wft. Dat artikel bepaalt dat “de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling welke is verricht in strijd met de bij of krachtens deze wet gestelde regels (...) niet uit dien hoofde aantastbaar [is], behalve voor zover in deze wet anders

---

507 In enkele gevallen bepaalden de voorlopers van de Wft overigens wél of een rechtshandeling in strijd met (een specifieke bepaling uit) die wet tot aantastbaarheid van de rechtshandeling leidde. Voor een overzicht, zie: De Serière 2011b, p. 177-180. Zie ook Van der Grinten, Kortmann & Perrick 1994.

508 Voor een overzicht van de jurisprudentie, ook van lagere rechtspraak, zie: Van Kooten 2014, art. 3:40, aant. 6.7.

509 Grundmann-van de Krol 2002, p. 23-25; Dieben 2012, art. 1:23 Wft, aant. 5.1.

510 Zie HR 1 november 1957, NJ 1959, 61, m.nt. Veegens en HR 25 november 1966, NJ 1967, 52 (Beschikking Beursverkeer 1947). In dit laatste arrest had het Hof overwogen “dat het immers niet de bedoeling van de wetgever kan zijn geweest een verkoper te goeder trouw de dupe te doen worden van het voor hem oncontroleerbare feit dat de koper met van derde geleend geld zou hebben betaald”. (Art. 5 Beschikking Beursverkeer 1947 verbood destijds de aankoop van effecten met geleend geld). Zie ook: Schoordijk 1986, p. 128.

511 Zie Dieben 2012, art. 1:23 Wft, aant. 6 voor een overzicht van de jurisprudentie onder de voorlopers van de Wft.

512 Bijv. Grundmann-van de Krol 2002, p. 23-26; Van der Grinten, Kortmann & Perrick 1994; Van Boom 2006; Grundmann-van de Krol 2003; Van Dijk 2004, p. 35-36; Oppelaar 2004, p. 144; Van Baalen 2006, p. 247-248; Oostwouder 2003 en Eisma 2002, p. 287-289.

is bepaald". Daarmee staat vast dat financiële toezichtsbepalingen in de Wft (in beginsel) niet de strekking hebben om de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.<sup>513</sup> Aangenomen wordt dat deze wetsbepaling ook het voorheen geldende recht weergeeft.<sup>514</sup>

Uit de toelichting op artikel 1:23 Wft blijkt dat de wetgever bij zijn keuze voor niet-aantastbaarheid vooral gewicht hechtte aan de rechtszekerheid, met name met het oog op de adequate functionering van de financiële markten:

"(...) toepassing van het tweede lid van art. 3:40 van het BW leidt tot grote rechtsonzekerheid op de financiële markten. Rechtshandelingen kunnen immers nog geruime tijd worden vernietigd of nietig worden verklaard. Dit is ongewenst. Goed functionerende financiële markten zijn gebaat bij vertrouwen en continuïteit. Verder geldt dat wanneer een overeenkomst op dergelijke wijze wordt aangetast reeds gepresteerde handelingen ongedaan gemaakt dienen te worden. Dit is in de financiële toezichtwetgeving in de meeste gevallen moeilijk of zelfs onmogelijk".<sup>515</sup>

Dit rechtszekerheidsargument kwam ook al naar voren in het onderzoek naar deze kwestie dat de Minister door het TILEC liet uitvoeren.<sup>516</sup> De onderzoekers concludeerden dat de sanctie van aantastbaarheid in veel gevallen niet nodig is of zelfs ronduit ondoelmatig. De sanctie van aantastbaarheid is slechts interessant wanneer de gevolgen van de nietigheid beperkt blijven tot de schade die de cliënt door de overtreding heeft geleden.<sup>517</sup>

513 De Wft bevat enkele uitzonderingen, bijv. art. 1:112, lid 4; art. 4:60, lid 5; en art. 4:74, lid 4 Wft. Zie verder Kortmann & Schim 2010, p. 955-957.

514 Bijv. Hof 's-Gravenhage 11 juli 2006, JOR 2006/218, m.nt. Grundmann-van de Krol en Rb Amsterdam 10 september 2008, JOR 2009/71 m.nt. Grundmann-van de Krol. Zie ook de conclusie van A-G Timmerman (nr. 3.30) bij, en de noot van Grundmann-van de Krol onder HR 8 oktober 2010, JOR 2010/345 (Chipshol). De Hoge Raad zelf onthield zich in deze zaak van een oordeel. In een andere zaak oordeelde hij wel dat uit de totstandkomingsgeschiedenis van art. 1:23 Wft niet kan worden afgeleid dat het voorheen onder de Wtk en Wte geldende recht afwijkt (HR 28 oktober 2011, JOR 2011/387, m.nt. Damminga & Rijkenberg; NJ 2012/495, m.nt. Verstijlen).

515 Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 19, p. 392.

516 Van Bijnen & Van Boom 2005.

517 Bovendien moet volgens de onderzoekers de norm zeer eenduidig zijn en vooraf duidelijk zijn welke concrete gedraging een overtreding van die norm oplevert.

#### 4.5.1.2 Bepaling van de aantastbaarheid onder de Pensioenwet

Anders dan de Wft, bevat de Pensioenwet geen bepaling over de aantastbaarheid van rechtshandelingen die zijn verricht in strijd met de Pensioenwet. Voor elke bepaling in de Pensioenwet moet dus apart worden vastgesteld of zij de strekking heeft om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.

De Pensioenwet noch de wetsgeschiedenis maken duidelijk of de prudent person-regel of de uitbestedingsvoorschriften de strekking hebben om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.<sup>518</sup> Relevante jurisprudentie ter zake ontbreekt.<sup>519</sup> De strekking van deze bepalingen moet worden bepaald door interpretatie. Naast de criteria van de Hoge Raad, zijn ook de overwegingen die hebben geleid tot de niet-aantastbaarheidsregeling in de Wft daarbij behulpzaam.

#### 4.5.1.3 Overtreding van de prudent person-regel

Wanneer een pensioenfonds bij het (laten) afsluiten van transacties de prudent person-regel overtreedt, schaadt dat de belangen van zijn begunstigen.<sup>520</sup> Aantasting van de verrichte transactie is een uiterst effectief instrument tot bescherming van het belang van de begunstigen. Dat schaadt echter ook het belang van de onschuldige derde met wie de transactie is gesloten. Hij zou de dupe worden van de wetsovertreding van het

---

518 Nieuwenhuis wees er al op "dat slechts bij uitzondering blijkt of de geschonden wetsebepaling al dan niet de strekking heeft om de geldigheid van de rechtshandeling aan te tasten" (Nieuwenhuis 1985, p. 217).

519 Jurisprudentie met betrekking tot de aantastbaarheid van rechtshandelingen die in strijd zijn met pensioenregelgeving is beperkt tot art. 32 PSW. Dit artikel zag niet zozeer op de financieelrechtelijke kant van het pensioenrecht, maar meer op de pensioenadministratieve zijde. Het artikel verbood overeenkomsten tot afkoop van pensioenrechten. Het achtste lid van dat artikel bepaalde dat rechtshandelingen in strijd met het verbod nietig. Zie bijv. HR 21 september 2011, NJ 2001/617, RvdW 2001/145; Hof 's-Hertogenbosch 4 oktober 2005, ECLI:NL:GHSHE:2005:AU5139; Hof Arnhem 22 februari 2011, PJ 2011/62, m.nt. Van Marwijk Kooy.

520 Een schending van de prudent person-regel impliceert dat er te veel risico wordt genomen. Dat leidt niet per se tot schade. Extra risico geeft immers meer kans op rendement. Het geeft echter ook meer kans op verlies. Zie par. 3.2.1.



pensioenfonds, terwijl voor hem onmogelijk is te controleren of het fonds de prudent person-regel schendt.<sup>521</sup> Een vernietiging leidt voorts tot ongedaanmakingsverplichtingen die onmogelijk of uiterst bezwaarlijk zijn uit te voeren. Dit leidt tot rechtsonzekerheid en mogelijk een ondermijning van de adequate functionering van de financiële markten. Dit zijn precies de redenen waarom de Wft een niet-aantastbaarheidsregeling bevat.

Bovendien zie ik geen reden waarom een schending van de prudent person-regel door een pensioenfonds tot een ander resultaat moet leiden dan bij schending van de prudent person-regel door een premiepensioeninstelling.<sup>522</sup> In beide gevallen is de prudent person-regel ontleend aan de Pensioenrichtlijn.

Daarom concludeer ik dat ook de prudent person-regel niet de strekking heeft om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.<sup>523</sup>

#### 4.5.1.4 Overtreding van de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels

Bij overtreding van de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels zijn twee situaties te onderscheiden: (1) overtreding van een uitbestedingsverbod<sup>524</sup> en (2) contractuele afspraken die in strijd zijn met uitbestedingsregels. In het eerste geval dreigt aantasting van de gehele overeenkomst; in het tweede geval dreigt in beginsel slechts aantasting van individuele afspraken.<sup>525</sup> Ongeacht de aard van de overtreding, meen ik dat de verrichte rechtshandeling in beide gevallen niet aantastbaar is.

---

521 Een zeer vergelijkbaar scenario deed zich voor in HR 25 november 1966, NJ 1967, 52 (Beschikking Beursverkeer 1947). Art. 5, Beschikking Beursverkeer 1947 verbood destijds de aankoop van effecten met geleend geld. De koper kocht in strijd met dit verbod met geleend geld effecten en beriep zich nadien op nietigheid van de overeenkomst wegens strijd met de wet. Het Hof oordeelde dat de wetsbepaling niet de strekking had om de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten, "omdat het toch niet de bedoeling van de wetgever kon zijn dat de verkoper de dupe werd van het voor hem oncontroleerbare feit dat de effecten werden gekocht met geleend geld". De Hoge Raad ging mee in het oordeel van het Hof.

522 Voor premiepensioeninstellingen is de prudent person-regel opgenomen in art. 3:267b, lid 1, Wft.

523 Evenzo: De Serière 2011b, p. 192; Lieverse & Van 't Westeinde 2004, p. 113-114; Raaijmakers & Silverentand 2011, p. 651-653; Busch 2014, p. 174 en Kuiper & Lutjens 2011a, p. 11-12.

524 Zie par. 5.4 over uitbestedingsverboden en quasi-verboden.

525 Art. 3:41 BW. Alleen voor zover andere afspraken in onverbreekelijk verband staan tot de nietige afspraak, worden zij in de nietigheid meegetrokken.

In veel gevallen is vernietiging van een rechtshandeling in het geheel geen oplossing. Heeft bijvoorbeeld het pensioenfonds ontoereikende controlebevoegdheden voor zichzelf of zijn toezichthouder bedongen, dan lost de aantasting van de betreffende afspraken niets op. Het probleem wordt eerder groter. Met of zonder aantasting, in beide gevallen moet het pensioenfonds opnieuw met zijn dienstverlener onderhandelen. Een (verplichtende) aanwijzing daartoe van de toezichthouder volstaat dan.<sup>526</sup>

Aantasting zou wel een oplossing kunnen zijn wanneer het pensioenfonds een uitbestedingsverbod heeft overtreden. De aantasting maakt de verboden situatie ongedaan. Die aantasting treft dan in beginsel de gehele overeenkomst.<sup>527</sup> Weliswaar blijven de gevolgen tamelijk beperkt. Dat is zelfs het geval wanneer bijvoorbeeld een vermogensbeheerder op basis van de (aangetaste) overeenkomst namens het pensioenfonds financiële transacties heeft verricht. Het gebrek in de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de vermogensbeheerder wordt geheeld door de schijn van volmacht die tegenover de wederpartijen in die transactie is gewekt.<sup>528</sup> Dit laat onverlet dat met name de vermogensbeheerder in een rechtsonzekere situatie belandt als men aantastbaarheid van de overeenkomst aanneemt. Het pensioenfonds zal zich immers slechts op de aantastbaarheid van de overeenkomst beroepen wanneer het beleggingsverliezen heeft geleden, ook als dat meer verband houdt met de economische omstandigheden dan de werkelijke prestaties van de vermogensbeheerder. Op zulk opportunistisch gedrag hoort geen beloning te staan.<sup>529</sup>

Principiëler is mijn standpunt dat het bij uitbesteding op de eerste plaats gaat om verplichtingen van de uitbesteder. De wet legt geen verplichtingen op aan de dienstverlener. Verplichtingen voor de dienstverlener vloeien enkel voort uit de afspraken die de uitbesteder met hem maakt. Het is de verantwoordelijkheid van de uitbesteder om te zorgen dat de uitbestedingsrelatie zulke vorm krijgt dat hij “in control” is en aan zijn wettelijke verplichtingen voldoet. Die verantwoordelijkheid ligt niet bij de dienstverlener en moet ook niet naar hem worden verplaatst.

Een aantal van de verplichtingen die het pensioenfonds aan zijn dienstverlener moet opleggen, staan weliswaar expliciet in de wet. Men kan natuurlijk betogen dat “eenieder geacht wordt de wet te kennen”

---

526 Zie par. 6.8.2.3.

527 Zie voetnoot 529.

528 Art. 3:61, lid 2, BW. Zie verder Asser/Van der Grinten & Kortmann 2-I 2004, nr. 37-42.

529 Dit is een van de argumenten die ook in het TILEC-rapport zijn gebruikt dat ten grondslag ligt aan art. 1:23 Wft. Zie ook Van Boom 2006, p. 23.

en dat dat ook voor de dienstverlener geldt. Dat argument geldt toch te meer voor het pensioenfonds dat de normschending pleegt door de uitbestedingsregels niet na te leven.

In gesprekken heeft men mij wel gewezen op de contractueel te bedingen verplichting voor de dienstverlener “om het fonds in staat te stellen blijvend te voldoen aan het bij of krachtens de Pensioenwet (...) bepaalde”.<sup>530</sup> Echter, ook al is deze verplichting inderdaad bedongen, ze kan niet zo ruim worden uitgelegd dat het pensioenfonds zich effectief van zijn eigen verantwoordelijkheid heeft ontdaan.<sup>531</sup> Een dergelijke uitleg zou de ratio van de uitbestedingsregels volledig ondergraven.

Al met al meen ik dat de uitbestedingsregels niet de strekking (kunnen) hebben om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Ook zie ik geen reden om voor overtreding van de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels tot andere uitkomsten te komen dan voor de Wft-uitbestedingsregels. De uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet hebben dezelfde ratio als die op grond van de Wft.<sup>532</sup>

#### 4.5.2 *Andere aantastingsgronden*

Vernietiging van een rechtshandeling is ook mogelijk op andere gronden. Zo is een rechtshandeling nietig als ze door inhoud of strekking in strijd is met de goede zeden of de openbare orde.<sup>533</sup> Erg kansrijk lijkt deze mogelijkheid niet. Een rechtshandeling die in strijd is met een wetsbepaling die niet de strekking heeft om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten, is nog niet om die reden in strijd met de openbare orde of goede zeden. Daarvoor zijn aanvullende omstandigheden nodig.<sup>534</sup>

Een eventueel beroep door het pensioenfonds op dwaling omtrent de uitleg van de prudent person-regel of de uitbestedingsregels moet worden afgewezen. Het gaat hier immers om verplichtingen die op hem rusten. Voor de naleving daarvan is hij, niet zijn wederpartij, verantwoordelijk.<sup>535</sup> Een dwaling van het pensioenfonds omtrent verplichtingen die op hemzelf

---

530 Art. 13, lid 2, sub f, Bupw.

531 Ik meen dat deze verplichting weinig anders kan inhouden dan een algemene zorgplicht. Mogelijk gaat ze wel verder dan de zorgplicht uit art. 7:401 BW (goed opdrachtnemerschap).

532 Mede daarom pleit ik voor een kruissectorale analoge toepassing van de uitbestedingsregels. Zie par. 2.4.

533 Art. 3:40, lid 1, BW.

534 HR 22 januari 1999, NJ 2000, 305 (Uneto/De Vliert) en Parl. Gesch. Boek 3, p. 192.

535 Het pensioenfondsbestuur wordt daarom ook geacht zelf deskundig te zijn ten aanzien van de voor het fonds relevante wet- en regelgeving (art. 1.2, lid 2, sub b,

rusten, moet naar mijn mening op grond van de in het verkeer geldende opvattingen voor zijn rekening blijven.<sup>536</sup>

#### 4.5.3 Andere mogelijkheden voor uitschakeling

Ook al blijkt een wetsstrijdige contractsafpraak niet aantastbaar, zij kan toch buiten werking blijven. Het pensioenfonds kan daartoe betogen dat een beroep door zijn dienstverlener op het beding in kwestie naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.<sup>537</sup> Dit wordt de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid genoemd. De rechter toetst dit terughoudend. Er moet niet slechts sprake zijn van strijd met de redelijkheid en billijkheid; het beroep op het beding moet (naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid) *onaanvaardbaar* zijn.<sup>538</sup>

Het lijkt me onaannemelijk dat daarvan sprake is wanneer een pensioenfonds een contractsafpraak maakt die in strijd is met zijn wettelijke verplichtingen. De naleving van de prudent person-regel en de (voor hem geldende)<sup>539</sup> uitbestedingsregels is primair zijn eigen verantwoordelijkheid, niet die van zijn wederpartij. Wie contractsafspraken maakt die in strijd zijn met de wet, hoort daar niet van te profiteren door de contractsafpraak “uit te schakelen” met een beroep op de redelijkheid en billijkheid.<sup>540</sup> Niet het beroep op het beding, maar het beroep op de redelijkheid en billijkheid zélf, zou onaanvaardbaar zijn.<sup>541</sup>

Een beroep op de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid is naar mijn mening wél doeltreffend, wanneer degene die contractsafspraken maakt in strijd met de wet profiteert van de *instandlating* van die contractsafpraak. Dat is een spiegelbeeldige situatie. Die situatie doet zich bijvoorbeeld voor wanneer een beleggingsonderneming zich zó vergaand heeft geëxonereerd dat dit in strijd komt met de volle werking

---

Beleidsregel geschiktheid). Het ligt dan niet voor de hand dát het gedwaald heeft. Het is wel mogelijk. Slaagt het erin aan te tonen dat het gedwaald heeft, dan roept dat overigens op de eerste plaats vraagtekens op over de deskundigheid van de bestuurders.

536 Art. 6:228, lid 2, BW. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014, nr. 241-242.

537 Art. 6:248, lid 2, BW.

538 HR 9 januari 1998, NJ 1998, 363, m.nt. Bloembergen (Gemeente Apeldoorn/Duisterhof) en HR 25 februari 2000, NJ 2000, 471, m.nt. Bloembergen (FNV/Maas).

539 Ik doel hier uitdrukkelijk niet op de uitbestedingsregels die op de dienstverlener rusten.

540 Vergelijk het eerder aangehaalde arrest HR 25 november 1966, NJ 1967, 52 (Beschikking Beursverkeer 1947).

541 De situatie doet denken aan het Romeinse adagium “Nemo auditur propriam turpitudinem allegans” (niemand wordt gehoord die zich op zijn eigen schandelijke gedrag beroept) (I, 434).

van bepalingen uit de MiFID of de Uitvoeringsrichtlijn MiFID, zoals haar loyaliteitsverplichting.<sup>542</sup> Het beroep van deze beleggingsonderneming op de exoneratieclausule die in strijd is met haar verplichtingen is wél naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar.<sup>543</sup>

Een praktisch probleem kan zich voordoen wanneer een contractafspraak in strijd is met de verplichtingen van beide contractspartijen. In de relatie tussen pensioenfondsen en vermogensbeheerder, kan een zeer vergaande exoneratieclausule in strijd zijn met zowel de loyaliteitsverplichting van de vermogensbeheerder als de uitbestedingsregels die op het pensioenfonds rusten.<sup>544</sup> Zowel het beroep van de vermogensbeheerder op de exoneratie, als het beroep van het pensioenfonds op het illegale karakter van de exoneratie, stuiten op de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid. Wellicht acht de rechter het in dat geval van doorslaggevend belang wie bepalende invloed had op de inhoud van de exoneratie.

#### *4.5.4 Verhouding tot effectiviteitsbeginsel*

Handelen dat in strijd is met de prudent person-regel of de uitbestedingsregels leidt dus niet tot aantastbaarheid van die rechtshandeling wegens strijd met de wet en, normaal gesproken, ook niet tot aantastbaarheid op andere grond. Dat kan de vraag oproepen of de prudent person-regel en de uitbestedingsregels uit de Europese richtlijnen wel hun volle werking krijgen. Het antwoord op die vraag is bevestigend. Aantastbaarheid is immers niet vereist, als de begunstigde maar andere mogelijkheden heeft

---

542 Art. 19, lid 1, MiFID. De redenering is dat wanneer de beleggingsonderneming geen reële aansprakelijkheid meer houdt voor eigen fouten, dit een bedreiging is voor (de volle werking van) haar loyaliteitsverplichting.

543 Zo ook Busch 2013, p. 177. In gelijke zin, maar toch voorzichtiger: Busch 2014, p. 167 en Busch & Silverentand 2012, nr. 178. Het gaat niet enkel om een ondermijning van zorgplichten jegens de cliënt. In Rb Rotterdam 25 mei 2009, JOR 2009/231, m.nt. Grundmann-van de Krol onder JOR 2009/232, (Stichting Belangen Investeerders PG 201/AFM) ging de rechtbank mee in het standpunt van de AFM dat de door de aanbieder van beleggingsobjecten gebruikte uitsluiting van aansprakelijkheid “geen blijk geeft van de waarborging van een beheerste en integere bedrijfsvoering”.

544 Voor de strijd met de loyaliteitsverplichting van de vermogensbeheerder: zie voetnoot 546. Voor de strijd met de uitbestedingsregels die op het pensioenfonds rusten: zie par. 5.17.1.1.

om effectief zijn rechten te doen gelden.<sup>545</sup> Dat is het geval.<sup>546</sup> In paragrafen 7.3 en 7.4 ga ik hierop nader in.

#### 4.6 Conclusies

Dit hoofdstuk ziet niet op een zelfstandige onderzoeksvraag. Het vormt, samen met het vorige hoofdstuk, de opmaat voor de navolgende hoofdstukken. De prudent person-regel en veel van de Nederlandse uitbestedingsregels vormen een implementatie van voorschriften uit Europese richtlijnen. Dit hoofdstuk betreft de wijze waarop de Europese uitbestedingsvoorschriften en prudent person-regel in het nationale civiele recht doorwerken. In het bijzonder is ingegaan op de volgende drie vragen:

1. Mag een rechter strenger of soepeler zijn dan de richtlijn?
2. Mogen contractspartijen strenger of soepeler zijn dan de richtlijn?
3. Wat zijn de rechtsgevolgen van afspraken tussen partijen die in strijd zijn met een (correct omgezette) richtlijn?

Het vertrekpunt is dat de Europese uitbestedingsregels maximumharmoniserende regels zijn. Alleen de uitbestedingsregels in de Pensioenrichtlijn zijn minimumharmoniserend. De prudent person-regel uit diezelfde Pensioenrichtlijn zit daar tussenin: ze is niet maximumharmoniserend, maar er zijn strikte beperkingen gesteld aan de aanvullende eisen die lidstaten mogen stellen.<sup>547</sup>

Harmonisatie betekent dat een lidstaat zijn nationale rechtsregels in overeenstemming moet brengen met de richtlijn. Een lidstaat mag dus niet soepeler zijn. Dat geldt ook voor de (civiele) rechter, die immers onderdeel is van de lidstaat. Bijgevolg mogen ook contractspartijen niet soepeler zijn: dat zou in strijd komen met de nationale regels die de implementatie vormen van de richtlijn.

---

545 Zie Busch in zijn noten onder HvJEU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274 (onder nr. 15) en AA 2013, p. 667-672 (onder nr. 21) (beide: Génil/Bankinter). Een extra reden om aan te nemen dat aantastbaarheid niet vereist is, is dat "Europa" eveneens stabiele financiële markten nastreeft (zie bijv. Overweging 3 en 4 van Verordening 1092/2010 en het rapport van High-Level Group De Larosière 2009).

546 Men zij erop bedacht dat een cliënt of begunstigde – uiteraard – enkel rechten kan doen gelden die hem toekomen. In par. 7.4 leg ik uit dat de uitbestedingsregels weliswaar beogen de cliënt of begunstigde te beschermen, maar dat hij desondanks aan de uitbestedingsregels geen rechten ontleent.

547 Art. 18, lid 5, Pensioenrichtlijn.

Bij minimumharmonisatie mogen lidstaten en contractspartijen strenger zijn dan de richtlijn. Minimumharmonisatie levert daarom geen problemen op.

Maximumharmonisatie houdt echter in dat een lidstaat niet strenger mag zijn dan de richtlijn. Ook dat geldt wederom voor de (civiele) rechter. Daaruit volgt dat hij uit nationale privaatrechtelijke open normen geen verplichtingen mag afleiden die verder gaan dan de richtlijn zelf bevat. Zo geformuleerd, lijkt dit het privaatrecht zijn flexibiliteit te ontnemen. In werkelijkheid valt dat wel mee. De uitbestedingsregels en de prudent person-regel zijn in essentie ook open (zorgvuldigheids)normen. Dat ze in aanvulling daarop ook gedetailleerde voorschriften bevatten, doet daar niet aan af. Maximumharmonisatie van open normen levert zélf een flexibel systeem op. De (civiele) rechter mag weliswaar niet strenger zijn dan de Europese uitbestedingsregels of prudent person-regel. Die regels laten hem echter volop ruimte om nationale privaatrechtelijke open normen toe te passen op een specifieke situatie. Het systeem van Europese open normen laat de door mij voorgestane benadering van kruissectorale toepassing van uitbestedingsregels toe.

Anders dan lidstaten, mogen contractspartijen wél strenger zijn dan de richtlijnbevestigingen. Het maakt daarbij niet uit of het minimum- of maximumharmoniserende regels betreft. Hier gelden contractsvrijheid en marktwerking. Als een dienstverlener, bijvoorbeeld uit concurrentiële overwegingen, bereid is om extra verplichtingen op zich te nemen ten gunste van de partij die door de richtlijn wordt beschermd, dan is daar niets op tegen.

Afspraken van contractspartijen zijn enkel in strijd met een (correct omgezette) richtlijn, wanneer ze te soepel zijn. Dat doet immers afbreuk aan de bescherming die de richtlijn beoogt te geven. Over het rechtsgevolg van dergelijke wetsstrijdige afspraken, laten de richtlijnen, en bijgevolg de jurisprudentie van het HvJEU, zich niet uit. Dat is een nationale zaak. Het HvJEU stelt wel de eis dat de nationale rechtsgevolgen in overeenstemming zijn met het doeltreffendheidsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel. Het doeltreffendheidsbeginsel houdt (onder meer) in dat burgers de rechten die een richtlijn hen toekent effectief in rechte moeten kunnen afdwingen. Het gelijkwaardigheidsbeginsel houdt in dat de concrete rechtsgevolgen bij vorderingen tot afdwinging van “Europese rechten” niet ongunstiger mogen zijn dan die bij soortgelijke vorderingen op basis van het nationale recht.

Het meest effectieve gevolg zou zijn dat een rechter, ambtshalve of op verzoek van een burger, de nietigheid vaststelt van een contractsafpraak die in strijd is met de (omzettings)wet. De uitbestedingsregels noch de prudent person-regel hebben echter de strekking om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Contractsafspraken met de dienstverlener die in strijd zijn met de uitbestedingsregels of de prudent person-regel zijn dus geldig, mits er geen andere vernietigingsgrond van toepassing is. Dat betekent niet dat toezichthouder en cliënten of begunstigden met lege handen staan. Hun mogelijkheden om actie te ondernemen, komen in hoofdstuk 6 respectievelijk 7 aan bod.



## HOOFDSTUK 5

# UITBESTEDING VAN VERMOGENSBEHEER DOOR PENSIOENFONDSEN

### 5.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 gaf ik een analyse van de uitbestedingsregels in de gehele financiële sector. Die analyse onthulde de hoofdlijnen van de regelingen. De analyse maakte niet duidelijk hoe zij toegepast kunnen of moeten worden in een concreet geval. In dit hoofdstuk ga ik op een concreet geval in, namelijk wanneer pensioenfondsen het vermogensbeheer uitbesteden. De lessen die daaruit te trekken zijn, kunnen veelal ook bij uitbestedingen in andere financiële sectoren worden toegepast.

Een uitbesteding laat zich beschrijven als een chronologische cyclus van vier fasen. Eerst treft de uitbestedende onderneming interne voorbereidingen. Zo moet hij besluiten welke werkzaamheden worden uitbesteed en onder welke voorwaarden. Ook moet de interne organisatie worden aangepast aan de situatie na uitbesteding. De interne voorbereidingen beginnen echter met het uitvoeren van een risico-analyse en het opstellen van een uitbestedingsbeleid. Als tweede fase volgen de selectie en de contractering van de dienstverlener. Na het aangaan van de uitbestedingsrelatie, moet de dienstverlener worden aangestuurd. Dit vormt de derde fase. De vierde fase, tot slot, is de beëindiging van de relatie. Wordt op enig moment inderdaad de relatie beëindigd, dan begint de hele cyclus opnieuw.

Deze fasen zijn niet altijd heel scherp te onderscheiden. Ze zijn alle verder onder te verdelen in verschillende stappen, die niet altijd chronologisch na elkaar komen. Zo lopen bijvoorbeeld het houden van toezicht op en het aansturen van de dienstverlener in de praktijk door elkaar.<sup>548</sup> De uitbestedingscyclus vormt niettemin een conceptueel logisch model. Bij de behandeling van dit hoofdstuk volg ik daarom wel de fasen uit dit model.

---

548 DNB onderscheidt bijv. “monitoring” en “governance” als aparte fasen en komt zo tot een cyclus van vijf fasen (DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014, p. 5). Bakkers komt tot een model met acht fasen (Bakkers 2006, p. 138-139). De Vries & Paans komen daarentegen tot een model met drie fasen (De Vries & Paans 2014, p. 16-17).

De paragrafen 5.2 – 5.6 sluiten aan bij de eerste fase. Paragrafen 5.7 – 5.14 horen bij de tweede fase. Paragrafen 5.15 – 5.17 zien op de derde fase. De vierde fase wordt bestreken door paragraaf 5.18.

## 5.2 Risicoanalyse

### 5.2.1 *Het risico-begrip*

“Risico” is een begrip met een context-gebonden betekenis. In het kader van beleggingstheorie duidt risico enkel op de mate van onzekerheid over de eindwaarde van een belegging. Het risicobegrip dat buiten de beleggingstheorie wordt gehanteerd wijkt gewoonlijk op drie punten af.

Ten eerste duidt risico in de beleggingstheorie op *onzekerheid* over de uitkomst. Zowel positieve als negatieve uitkomsten ten opzichte van de oorspronkelijke verwachting duiden op (beleggings)risico.

Buiten de beleggingstheorie duidt “risico” gewoonlijk op een gebeurtenis met onwelgevallige gevolgen. Het ziet enkel op tegenvallers, niet op meevallers. Ten tweede blijft het risicobegrip in de beleggingstheorie beperkt tot de gevolgen voor het beleggingsresultaat. Buiten de beleggingstheorie wordt met risico ook bedoeld op andere gevolgen, zoals reputatierisico, frauderisico en aansprakelijkheidsrisico. Ten derde wordt risico binnen de beleggingstheorie aangeduid in termen van het gevolg: een afwijkend beleggingsresultaat. Buiten de beleggingstheorie wordt het vaak aangeduid in termen van zijn oorzaak, bijvoorbeeld het risico op een oliecrisis, een tekortschietende compliance of een tekortschietend toezicht op een dienstverlener.

Ook voor het opstellen van een risicoanalyse is het zaak risico's in termen van oorzaken aan te duiden. De risicoanalyse moet immers aanknopingspunten geven voor de wijze waarop ze beheerst kunnen worden. “Continuïteitsproblemen” is geen adequate risico-omschrijving, omdat het niet de oorzaak, maar een (mogelijk) gevolg beschrijft. “Faillissement van de dienstverlener” of “opzegging door de dienstverlener” zijn wel adequate risico-omschrijvingen voor een risicoanalyse. Aan de hand van omschrijvingen als deze laatste kan worden gezocht naar mogelijkheden om de risico's te beheersen.

Het gevolg van een risico blijft overigens ook bij een risicoanalyse van belang. Risico wordt gewoonlijk gedefinieerd als kans maal gevolg. Het gevolg bepaalt dus mede de grootte van het risico. Schat het pensioenfonds bijvoorbeeld de kans op fraude bij zijn vermogensbeheerder in

op 0,001<sup>549</sup> en de met een fraude gemoeide kosten op gemiddeld 10 miljoen euro, dan wordt het frauderisico gewaardeerd op 10.000 euro. Door risico's te kwantificeren, kan het pensioenfonds beoordelen naar welke risico's de meeste aandacht moet uitgaan en of de kosten van (aanvullende) maatregelen verantwoord zijn in verhouding tot de omvang van het risico.

Kwantificering is niet altijd goed mogelijk. Het laat zich bijvoorbeeld lastig kwantificeren hoeveel schade het pensioenfonds ondervindt wanneer de vermogensbeheerder zijn rapportage een week te laat aanlevert. Dat neemt voor het pensioenfonds niet de noodzaak weg om zulke niet- of lastig kwantificeerbare risico's te onderkennen en zich een beeld te vormen van de omvang ervan.<sup>550</sup> Zonder onderkenning kunnen geen adequate maatregelen worden genomen en zonder inschatting van de omvang is geen geschikte prioritering van aandachtspunten mogelijk.

### 5.2.2 *De methode van de risicoanalyse*

De risicoanalyse moet systematisch worden uitgevoerd, zowel op het niveau van de eigen organisatie in haar geheel als op het niveau van de onderscheiden bedrijfsonderdelen.<sup>551</sup>

Een systematische aanpak van de risicoanalyse verkleint de kans dat belangrijke risico's worden gemist of onderschat. Een sluitende zekerheid dat alle risico's in kaart zijn gebracht, is niet mogelijk. Wel kan men proberen om zoveel mogelijk relevante risico's in kaart te brengen. Een systematische aanpak helpt daarbij. Het is zinvol om het management en betrokkenen van alle betrokken organisatie-onderdelen in de risicoanalyse te betrekken.<sup>552</sup> Ook de inschakeling van een adviseur met ervaring op het gebied van uitbesteding (van vermogensbeheer)<sup>553</sup> draagt bij aan de kwaliteit van de risicoanalyse. Niettemin blijft het noodzakelijk om de risicoanalyse periodiek te herhalen.<sup>554</sup> De omstandigheden die in de vorige risicoanalyse zijn meegenomen, kunnen immers veranderen. Dat betreft niet enkel ontwikkelingen

549 Dat wil zeggen: bij 1 uit de 1000 transacties.

550 Dat kan bijvoorbeeld door de kans dat het risico zich voordoet aan te duiden in termen als gering, matig en aanzienlijk, en het gevolg wanneer het risico zich verwezenlijkt in termen als beperkt, lastig en ernstig.

551 Art. 14, lid 1, Bupw.

552 Zie ook Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32.

553 Het verdient aanbeveling om een risicoanalyse per uitbesteed proces uit te voeren. De risico's bij uitbesteding van het vermogensbeheer komen niet volledig overeen met de risico's bij uitbesteding van bijvoorbeeld de pensioenadministratie. Zie ook Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32.

554 DNB let hier ook op als een indicatie van een sterke beheersing. Zie Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32.

bij het pensioenfonds of zijn vermogensbeheerder, maar ook ontwikkelingen op de financiële markten of in regelgeving.

Het lijkt voor de hand te liggen om bij de risicoanalyse het Handboek FIRM van DNB te gebruiken.<sup>555</sup> Die methode leent zich echter meer voor het bepalen waar de toezichtsaandacht van de toezichthouder naar moet uitgaan,<sup>556</sup> dan voor de uitvoering van een risicoanalyse door een onder toezicht staande instelling.<sup>557</sup>

Het Handboek FIRM biedt niettemin wel aanknopingspunten voor een systematische risicoanalyse. In het Handboek wordt “uitbestedingsrisico” onderscheiden in risico’s voor a. de continuïteit van de bedrijfsvoering, b. de integriteit en c. de kwaliteit van de dienstverlening. In deze onderverdeling worden risico’s aangeduid in termen van het gevolg in plaats van de oorzaak.<sup>558</sup> Deze onderverdeling biedt daardoor geen aanknopingspunten voor het nemen van concrete maatregelen. Ze biedt echter wel aanknopingspunten voor het opsporen van concrete risico’s. Zo is het vanuit de risicocategorie “continuïteit van de bedrijfsvoering” geen grote stap meer om “opzegging door de dienstverlener” als een concreet en te beheersen risico te benoemen. Eventueel kunnen ook meer of subcategorieën worden benoemd. Zo legt DNB veelvuldig nadruk op fraude en vertrouwelijkheid van informatie.<sup>559</sup>

Een andere methode is om de gehele uitbestedingscyclus te doordenken en daarbij bij elke fase mogelijke risico’s op te sporen. Vanuit de fase samenwerking is het geen grote stap om te bedenken dat een opgelopen conflict en een eventuele beslaglegging op middelen van het pensioenfonds een risico kunnen vormen.

---

555 Het Handboek FIRM is thans vervangen door een nieuwe toezichtsmethode: FOCUS! Het Handboek FIRM was tamelijk uitgebreid; van de methode FOCUS! is weinig meer bekend dan dat het voortbouwt op het Handboek FIRM. Om die reden is het Handboek FIRM nog steeds een relevante bron. Zie verder par. 1.5.3.

556 Daar is het Handboek ook voor geschreven. Zie Handboek FIRM, p. 1.

557 In het Handboek worden bijvoorbeeld criteria gebruikt zoals de omvang van de uitbestede activiteit en het al dan niet bestaan van een langdurige, stabiele relatie met de uitvoerder. Dergelijke criteria zijn wel nuttig bij het bepalen of er (grote) risico’s bestaan en daarom bruikbaar voor een toezichtsmedewerker. Ze zijn niet geschikt voor het identificeren van de oorzaken van risico’s.

558 Zie par. 5.2.1.

559 Zie bijv. DNB Circulaire Cloud computing, 2011, p. 2 (te downloaden via: <http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/50-224828.pdf>) en Handboek FIRM, Bijlage B, p. 18-19. Fraude en vertrouwelijkheid van informatie vallen overigens wat DNB betreft onder de risico-categorie integriteit.

Het beste resultaat wordt waarschijnlijk behaald door beide methoden te combineren. Per fase uit de uitbestedingscyclus spoort men dan naar mogelijke risico's voor de continuïteit, de integriteit of de kwaliteit van de dienstverlening.

Nadat de risico's geïdentificeerd zijn, kunnen prioriteiten worden gesteld. Door de omvang van het risico in te schatten, kan het pensioenfondsbestuur bepalen welke risico's voor hem onacceptabel zijn en welke risico's de meeste aandacht behoeven.

### *5.2.3 Enkele concrete risico's*

Tijdens de economische crisis van 2008 leden pensioenfondsen grote verliezen. Er ontstonden dekkingstekorten bij een groot aantal fondsen. Dit was aanleiding voor diverse onderzoeken naar het vermogensbeheer van pensioenfondsen. Het gaat hier om het rapport van de Commissie Frijns,<sup>560</sup> DNB's beleggingsonderzoeken<sup>561</sup> en DNB's themaonderzoek uitbesteding van vermogensbeheer.<sup>562</sup> In deze onderzoeken is ook aandacht besteed aan problemen rond de uitbesteding van het vermogensbeheer. Een aantal risico's bleek in belangrijke mate debet te zijn geweest aan de problemen rond uitbesteding.

Kort samengevat zijn in deze onderzoeken de volgende gebreken als belangrijkste risico's aangevoerd:

- voorafgaand aan de benoeming van de vermogensbeheerder werden geen adequate selectiecriteria gehanteerd of een due diligence uitgevoerd;
- het strategische beleggingsbeleid werd gebrekkig vertaald naar de vermogensbeheeropdracht;
- er waren belangentegenstellingen tussen het pensioenfonds en de vermogensbeheerder;
- de vermogensbeheerder had een informatievoorsprong op het pensioenfonds (informatie-asymmetrie);
- taken die beter gescheiden worden uitgevoerd, werden uitbesteed aan dezelfde dienstverlener;
- de aansturing of "governance" vanuit het pensioenfonds was gebrekkig;
- de juridische vormgeving van de vermogensbeheersovereenkomst vertoonde gebreken.

---

560 Commissie Frijns 2010.

561 DNB Beleggingsonderzoek 2009 en DNB Beleggingsonderzoek 2010.

562 DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013.

### 5.3 Uitbestedingsbeleid

#### 5.3.1 Aanknopingspunten

Het Bupw geeft geen regels voor de vaststelling of de inhoud van het uitbestedingsbeleid. DNB geeft wel handvatten in haar handboek FIRM<sup>563</sup> en haar Guidance inzake uitbesteding door pensioenfondsen.<sup>564</sup> Ook Solvency II geeft regels inzake het uitbestedingsbeleid. Solvency II is weliswaar niet van toepassing op pensioenfondsen, maar op verzekeraars. Deze bepalingen kunnen niettemin als aanknopingspunt dienen. Tot slot bieden ook de diverse onderzoeken naar het vermogensbeheer van pensioenfondsen<sup>565</sup> aanknopingspunten voor de inhoud van het uitbestedingsbeleid.

#### 5.3.2 Procedurele aspecten

Een goed beleid is actueel. Het beleid zal daarom periodiek moeten worden geëvalueerd en aangepast. Voor verzekeraars is onder Solvency II bepaald dat dit jaarlijks moet gebeuren.<sup>566</sup> Het ligt voor de hand om dit te combineren met een nieuwe risicoanalyse. Het beleid is immers gericht op de beheersing van de geïdentificeerde risico's.

Het uitbestedingsbeleid wordt bij voorkeur schriftelijk vastgelegd.<sup>567</sup> De vaststelling van beleid is bij uitstek een bestuursaangelegenheid, maar wordt vaak ook gedelegeerd. De bestuursverantwoordelijkheid vereist dan dat het bestuur het uitbestedingsbeleid en wijzigingen daarin vooraf goedkeurt.<sup>568</sup> Dat is ook alleszins zinvol. Het uitbestedingsbeleid bevat de uitgangspunten en de kaders voor de beheersing van de risico's. Het betreft "wezenlijke" risico's bij de uitbesteding van vermogensbeheer. Voor pensioenfondsen is dit niet minder van belang.

---

563 Zie Handboek FIRM, Bijlage D.

564 DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014.

565 Het gaat om het rapport van de Commissie Frijns, de beleggingsonderzoeken van DNB over 2009 en 2010 en DNB's themaonderzoek uitbesteding van vermogensbeheer.

566 Art. 41, lid 3, Solvency II.

567 Voor verzekeraars is dit verplicht (art. 41, lid 3, Solvency II).

568 Art. 41, lid 3, Solvency II. Enkel de onbeduidende wijzigingen behoeven geen goedkeuring van het bestuur.

Het uitbestedingsbeleid kan men zien als onderdeel van het risico-beleid: het is immers primair gericht op de beheersing van (uitbestedings) risico's.<sup>569</sup> Voorts zal het bestuur het uitbestedingsbeleid moeten afstemmen met onder meer het integriteitsbeleid en het compliance-beleid. Uitbesteding raakt immers ook aan deze onderwerpen.

### 5.3.3 *In het beleid te behandelen onderwerpen*

Na de uitvoering van de risicoanalyse en de daaruit voortvloeiende prioritering, kan een daarop afgestemd uitbestedingsbeleid worden vastgesteld. De inhoud ervan verschilt vanzelfsprekend van fonds tot fonds. Het beleid is immers afgestemd op de eigen situatie en aan de hand van de eigen risicoanalyse. Wel is het mogelijk om aan te geven welke onderwerpen in het beleid terug dienen te komen.

Het beleid bevat de hoofdlijnen van de te implementeren beheersingsmaatregelen. DNB verwacht daarom dat het vermeldt welke taken het fonds al of niet uitbesteedt.<sup>570</sup> Hier kan men aan toevoegen welke bundeling van uitbesteedbare activiteiten aan eenzelfde dienstverlener het fonds niet wil toestaan.<sup>571</sup>

In Solvency II is voor verzekeraars nader uitgewerkt welke hoofdlijnen het beleid moet bevatten. Het beleid moet de rapportage- en monitoringsmechanismen bevatten.<sup>572</sup> Het is zinvol om in het beleid ook aandacht te besteden aan de wijze waarop een dienstverlener wordt geselecteerd, de onderwerpen die in de uitbestedingsovereenkomst moeten worden behandeld, de wijze waarop op de uitbestede werkzaamheden wordt toezicht gehouden, de manier waarop de dienstverlener wordt aangestuurd, en continuïteitsplannen waaronder exit-strategieën.<sup>573</sup>

---

569 Zie ook Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32 waar DNB onder het kopje "risicobeleid" afwisselend over risicobeleid en uitbestedingsbeleid schrijft.

570 DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014, p. 6.

571 Zo komt het bij sommige concepten van fiduciair beheer voor dat de vermogensbeheerder tevens het risicobeheer voor het pensioenfonds verzorgt. Dit lijkt sterk op de slager die zijn eigen vlees keurt. Vanuit een controle-gedachte en met het oog op een adequate functiescheiding verdient een dergelijke bundeling van taken een kritische blik. Zie ook: Kerckhaert & Van Zalinge 2012, p. 269; Euverman 2008, p. 18; en Moerel & Van Reeken 2009, p. 244.

572 Art. 274, Gedelegeerde Solvency II-verordening.

573 Art. 274, Gedelegeerde Solvency II-verordening; art. 1.86 EIOPA Guidelines on System of Governance 2013. Zie ook het vergelijkbare art. 18, lid 2, EBA Guidelines on internal governance 2011.

DNB verwacht daarnaast ook aandacht voor fraudepreventie<sup>574</sup> en de bescherming van vertrouwelijke gegevens.<sup>575</sup> Mijns inziens is in het uitbestedingsbeleid ook plaats voor het onderwerp onderuitbesteding. In de praktijk besteden vermogensbeheerders vaak taken uit aan derden. Het pensioenfonds komt dan nog meer op afstand te staan van de uitvoering van werkzaamheden en zijn grip op die werkzaamheden neemt navenant af.

Ook is het zinvol om apart aandacht te besteden aan de opnemings door de vermogensbeheerder van beleggingsinstellingen in de portefeuille. Weliswaar zijn deelnemingsrechten in (externe) beleggingsinstellingen te beschouwen als een belegging en niet als een (vorm van) uitbesteding. Er is niettemin wel degelijk een gelijkenis met uitbesteding.<sup>576</sup> Bij intern beheerde beleggingsinstellingen heeft de vermogensbeheerder bovendien een tegenstrijdig belang.<sup>577</sup> Voor beide situaties heeft DNB bijzondere aandacht.<sup>578</sup>

#### 5.4 Van uitbesteding uitgesloten werkzaamheden

DNB verlangt dat het pensioenfonds in zijn beleid aangeeft welke werkzaamheden het niet uitbesteedt.<sup>579</sup> Op de eerste plaats gaat het dan om in

---

574 Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32. Vergelijk ook art. 20, lid 1, Besluit FTK dat procedures en maatregelen voorschrijft met betrekking tot het tegengaan van belangenverstremming, ook ten aanzien van personen die geen werknemer van het fonds zijn, maar wel werkzaamheden voor het fonds verrichten. Vergelijk ook de uitgebreidere regeling inzake persoonlijke transacties uit art. 35c-35f Bgfo en de definitie van "relevante persoon" (art. 1 Bgfo, onder "relevante persoon") die (onder 4<sup>o</sup>) ook medewerkers van de dienstverlener kan betreffen. (Zie verder Joosen 2009, p. 497-500).

575 Zie voetnoot 562. De noodzaak om daar bij uitbesteding aandacht aan te schenken blijkt ook uit art. 38e, lid 2, sub j, Bgfo.

576 De gelijkenis is met name aanwezig wanneer een substantieel deel van de portefeuille in een (externe) beleggingsinstelling wordt ondergebracht. Zie par. 2.5.8.6 onder a en par. 2.6.

577 Een beheerder van een beleggingsinstelling brengt voor dat beheer een vergoeding in rekening die ten laste komen van (het bruto-rendement van) die beleggingsinstelling. Selecteert een vermogensbeheerder als belegging voor zijn cliënt een intern beheerde beleggingsinstelling, dan wordt tweemaal verdiend: een vergoeding voor het beheer van het vermogen van de cliënt en een vergoeding voor het beheer van de beleggingsinstelling. Selecteert hij een extern beheerde beleggingsinstelling, dan wordt er enkel verdiend aan het beheer van het vermogen van de cliënt. De vermogensbeheerder heeft dus een eigen belang om intern beheerde beleggingsinstellingen te selecteren. Dat belang loopt niet per se parallel aan het belang van de cliënt. Zie ook 't Hart 2015.

578 Zie DNB Themaonderzoek uitbesteding van vermogensbeheer 2013.

579 Handboek FIRM, Bijlage D, p. 32.



de wet genoemde uitbestedingsverboden.<sup>580</sup> “Uitbestedingsverbod” is in een aantal gevallen overigens een oneigenlijke term. Daarnaast staat het het pensioenfonds natuurlijk vrij om naar eigen inzicht meer werkzaamheden aan te wijzen waarvan het de uitbesteding niet wenst. Governancefuncties komen daar in het bijzonder voor in aanmerking, zodat ik daar apart aandacht aan besteed.<sup>581</sup>

#### 5.4.1 *Oneigenlijke uitbestedingsverboden*

In het Bupw is bepaald dat uitbesteding verboden is wanneer het gaat om:

- a. Werkzaamheden waarvan uitbesteding de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds voor de organisatie en beheersing van bedrijfsprocessen en het toezicht daarop kan ondermijnen,
- b. Werkzaamheden waarvan de uitbesteding een belemmering kan vormen voor een adequaat toezicht op de naleving van hetgeen bij of krachtens de Pensioenwet is bepaald.<sup>582</sup>

De wetgever heeft het over “werkzaamheden die niet mogen worden uitbesteed”. Dat is echter een wat misleidende aanduiding. Welbeschouwd worden er geen werkzaamheden aangewezen die niet mogen worden uitbesteed. Er wordt aangegeven dat uitbesteding niet in strijd mag komen met de uitgangspunten van de uitbestedingsregels. Weliswaar kunnen uit deze bepalingen enkele concrete werkzaamheden worden afgeleid die niet of in beginsel niet mogen worden uitbesteed.<sup>583</sup> In de meeste gevallen echter, betekent een uitbesteding in strijd met deze “verboden” slechts dat de uitbesteding van die activiteit anders moet worden georganiseerd.

Zo wordt een adequaat toezicht ondermijnd wanneer de dienstverlener is gevestigd in een staat waarvan het recht verbiedt om informatie te verstrekken aan een buitenlandse toezichthouder.<sup>584</sup> Het toezicht wordt

---

580 Behalve uitbestedingsverboden kunnen er buiten de uitbestedingsregels ook wel wettelijke bepalingen zijn die een uitbesteding feitelijk onmogelijk maken. Zie bijvoorbeeld Roelofsen 2013, p. 103-104 en Lieverse 2010, p. 291-292 over de gevolgen van het provisieverbod voor uitbesteding door bemiddelaars.

581 Par. 5.4.3.

582 Art. 34, lid 2, sub a, Pw jo. art. 12, sub b en c, Bupw.

583 Zie par. 5.4.2 en 5.4.3.

584 Ik ontleen dit voorbeeld aan de parlementaire toelichting op enkele voorlopers van art. 3:16 en 4:13 Wft: Kamerstukken II, 1995-1996, 24600, nr. 3, p. 9. Deze Wft-artikelen bepalen dat een financiële onderneming niet in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur met personen verbonden mag zijn, wanneer dat een belemmering vormt voor een adequaat toezicht. Ze vormen een uitwerking van de BCCI-richtlijn.

voorts belemmerd wanneer de toezichthouder geen (effectieve) toegang krijgt tot de relevante gegevens en de bedrijfsruimten van de dienstverlener.<sup>585</sup> Ook wanneer de uitbestedende onderneming zelf geen toegang krijgt tot de relevante gegevens of de bedrijfsruimten van de dienstverlener, wordt het toezicht belemmerd.<sup>586</sup> Uitbesteding van concrete taken wordt echter niet verboden.

Voorts was het pensioenfondsen voorheen verboden om de financiële administratie of het opmaken van de staten of de jaarrekening uit te besteden aan de externe controlerend accountant of het kantoor waaraan hij verbonden is.<sup>587</sup> Daarmee was het niet verboden de betreffende werkzaamheden uit te besteden; het was slechts niet toegestaan ze aan een specifieke partij uit te besteden.<sup>588</sup> Bij een dergelijke bundeling van taken komt immers een adequate functiescheiding in het gedrang.<sup>589</sup> Dat kan zowel de verantwoordelijkheid van het fonds als het toezicht ondermijnen.<sup>590</sup>

Een vergelijkbare, ongewenste bundeling van taken kan zich eenvoudig voordoen bij fiduciair beheer. Het doet zich bijvoorbeeld voor wanneer de vermogensbeheerder naast het vermogensbeheer, ook de meting van de (eigen) prestaties en het risicobeheer voor het pensioenfonds verzorgt. Het concept fiduciair verdient dan ook een kritische beschouwing van pensioenfondsen die dit overwegen.<sup>591</sup> Toch is fiduciair beheer op zichzelf niet verboden. Pensioenfondsen moeten de uitbesteding dan wel organiseren op een wijze die hun verantwoordelijkheid niet ondermijnt. Minst genomen zal het pensioenfonds de metingen periodiek moeten controleren.

---

585 Art. 79, Gedelegeerde AIFMD-verordening.

586 Specifiek sub a van art. 79, Gedelegeerde AIFMD-verordening. Dit laat zich verklaren doordat het toezicht op de dienstverlener primair via de uitbesteder zelf loopt.

587 Toelichting op art. 3 Bup. De uitbesteding zou namelijk de verantwoordelijkheid van het fonds dan wel een adequaat toezicht kunnen ondermijnen. Eenzelfde verbod vond men in art. 63, eerste gedachtestreepje, Rob.

588 In gelijke zin: Maatman 2004a, p. 58, voetnoot 125.

589 Een adequate functiescheiding is een basisvereiste voor een goede organisatie-inrichting en vloeit voort uit de eisen van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Zie bijv. art. 18 en 20, lid 3, Bpr en art. 34, lid 1, sub c; 34e, sub d en 115, lid 1, sub a, Bgfo. In art. 18-20 Besluit FTK komt het principe van functiescheiding minder goed naar voren. Wanneer taken worden uitbesteed, zal ook met de eisen van functiescheiding rekening gehouden moeten worden.

590 Een verbod om bij uitbesteding bepaalde taken te bundelen, bestaat voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen. Zij mogen het portfeuillebeheer en het risicobeheer niet uitbesteden aan de (sub)bewaarder (zie art. 20, lid 2, AIFMD).

591 Kritisch is ook de Commissie Frijns 2010, p. 47; DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 5; DNB Beleggingsonderzoek 2009, p. 8.

Dat kan het eventueel door een onafhankelijke derde laten doen.<sup>592</sup> Een in de praktijk veel voorkomende oplossing is dat de custodian de prestatie meting en het risicobeheer verzorgt.<sup>593</sup> Dit werkt natuurlijk alleen wanneer de custodian van de fiduciair onafhankelijk is.

#### *5.4.2 Taken en werkzaamheden van dagelijksbeleidsbepalers*

In beginsel kan elke activiteit worden uitbesteed. Er wordt wel gesproken van uitbestedingsvrijheid of een “freedom to outsource”.<sup>594</sup> In één enkel geval is er echter sprake van een (echt) uitbestedingsverbod. Dat verbod betreft de “taken en werkzaamheden van personen die het dagelijks beleid bepalen”.<sup>595</sup> Dit verbod is een uitvloeisel van de norm dat uitbesteding niet de verantwoordelijkheid van het fonds mag ondermijnen voor de uitbestede werkzaamheden en de naleving van de daarop toepasselijke voorschriften.<sup>596</sup>

Die verantwoordelijkheid wordt in ieder geval ondermijnd als het pensioenfondsbestuur geen adequate sturing meer kan geven aan de eigen (inclusief de uitbestede) werkzaamheden of niet meer op de gang van zaken aanspreekbaar zou zijn. Het fonds is dan effectief een “lege huls” of “brievenbusmaatschappij” geworden.<sup>597</sup>

Uitbesteding van bestuurstaken lijkt naar Nederlands rechtspersonenrecht overigens toch al niet mogelijk. De bestuurstaak is immers aan het bestuur (zelf) opgedragen. Uitbesteding van bestuurstaken naar personen buiten

592 Zie ook Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME).

593 Van Asselt & Bastian 2014, onder “Functiescheiding”.

594 De term “freedom to outsource” ontleen ik aan Czech & Szlachetka 2009, die daarbij overigens schreven over de Europese richtlijnen ten aanzien van beleggingsondernemingen. Er valt echter ook te wijzen op het beginsel van ondernemersvrijheid uit art. 16 Handvest en de daarop gebaseerde jurisprudentie, zoals HvJEG 14 mei 1975, C-4/73 (Nold) en HvJEG 27 september 1979, C-230/78 (Eridania).

595 Art. 12, sub a, Bupw. Het begrip “dagelijksbeleidsbepaler” (of “personen die het dagelijks beleid bepalen”) wordt noch onder de Pensioenwet, noch onder de Wft gedefinieerd. De bestuurders moeten daar zeker toe worden gerekend. Bij grote ondernemingen komt tegenwoordig nogal eens het “Executive Committee”, bestaande uit de statutaire bestuurders, aangevuld met leden van het hogere management. De precieze status van het “Executive Committee” is onduidelijk. Hun werkzaamheden zijn niet vastomlijnd, maar zien doorgaans wel op het dagelijkse beleid. Zij moeten daarom ook tot de dagelijksbeleidsbepalers worden gerekend. Meer over “Executive Committees”: Bulten 2014, p. 20-22 en Honée 2014.

596 Art. 12, sub b, Bupw.

597 Zie par. 2.3.3.

dat bestuur moet men onderscheiden van de delegatie van bestuurstaken binnen dat bestuur. Dat laatste is wel toegestaan. Er is dan geen “derde”. De collegialiteit van het bestuur maakt wel dat het hele bestuur verantwoordelijk is voor het (intern gedelegeerde) bestuursbesluit.<sup>598</sup> Ook de benoeming van een interim-manager in de statutaire directie van het pensioenfonds om in de (tijdelijke) vervulling van een vacature te voorzien, is toegestaan. De benoeming *in* het bestuur vormt geen *uit* besteding. Door zijn benoeming in het bestuur is de (interim-)bestuurder geen externe meer: hij wordt bestuurder *van het fonds*. Zijn wettelijke taak wordt het besturen van de stichting<sup>599</sup> en hij dient daarbij het belang van de stichting te behartigen.<sup>600</sup> Hij is zelfstandig – en gelijk elke andere bestuurder – gehouden tot een behoorlijke taakvervulling jegens de stichting.<sup>601</sup> Net als bij andere detacheringen, wordt de interim-bestuurder veeleer de organisatie van het pensioenfonds ingetrokken, dan dat werkzaamheden worden uitbesteed.<sup>602</sup>

Tot de niet-uitbestedbare taken en werkzaamheden van dagelijksbeleidsbepalers behoren het vaststellen van beleid en het afleggen van verantwoording daarover.<sup>603</sup> Voor pensioenfondsen betekent dat onder meer het vaststellen van het beleggingsbeleid,<sup>604</sup> alsmede de verantwoording daarover jegens in- of externe toezichthouder en jegens verantwoordings- of

---

598 Zie bijv. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 417.

599 Art. 2:291 BW

600 Zie Asser/Rensen 2-III\* 2012, p. 334-335.

601 Vergelijk bijv. Rb Amsterdam 11 november 2009, JOR 2010/56, m.nt. Borrius onder JOR 2010/57 (Palm Invest), Hof 's-Hertogenbosch 14 februari 2012, ECLI:NL:GHSHE:2012:BV3899 en Keijser 2006.

602 Zie par. 2.5.3.3. Anders: Joosen 2009, p. 479.

603 Art. 12, sub a, Bupw. Een identieke bepaling vindt men in art. 38g Bgfo ten aanzien van betaalinstanties en elektronischgeldinstellingen.

604 Voor beheerders van beleggingsinstellingen is een expliciet verbod tot uitbesteding van het bepalen van het beleggingsbeleid opgenomen (art. 38, lid 2, Bgfo). Voor premiepensioeninstellingen daarentegen weer niet. Ook voor pensioenfondsen is dit niet gebeurd al heeft de wetgever die mogelijkheid wel uitdrukkelijk geopperd (Kamerstukken II, 2005-2006, 30655, nr. 3, p. 69-70).

belanghebbendenorgaan<sup>605</sup> niet kunnen worden uitbesteed. Hieruit kan worden afgeleid dat het pensioenfondsbestuur geen onherroepelijke beleggingsmandaten aan zijn vermogensbeheerder mag verstrekken.<sup>606</sup>

In de dagelijkse praktijk hebben dagelijksbeleidsbepalers, naast het vaststellen van beleid en het afleggen van verantwoording erover, ook vele andere taken. Het kan bijvoorbeeld gaan om het vertegenwoordigen van de instelling en het vertalen van het beleid naar de werkvloer. Niettegenstaande de letterlijke wettekst,<sup>607</sup> meen ik dat zulke andere taken wel mogen worden uitbesteed. De ratio van het verbod is immers enkel dat de instelling haar verantwoordelijkheid kan blijven dragen.

#### 5.4.3 *De interne-controlefunctie en andere governance-functies*

Een interne-controlefunctie is een bedrijfs onderdeel dat tot taak heeft om een “onafhankelijke interne toetsing” te verrichten. Dat wil zeggen: om op onafhankelijke wijze de effectiviteit van de organisatie-inrichting en van de procedures en maatregelen te toetsen.<sup>608</sup>

Een interne-controlefunctie vervult dan ook een belangrijke, zo niet essentiële rol voor een ondernemingsbestuur om “in control” te blijven over de eigen (al dan niet uitbestede) werkzaamheden.<sup>609</sup> Voor diverse financiële sectoren is daarom verplicht gesteld om, als onderdeel van een beheerste en integere bedrijfsvoering, over een interne controlefunctie te

---

605 Afhankelijk van het gekozen bestuursmodel beschikt een pensioenfonds over een verantwoordingsorgaan of een belanghebbendenorgaan. In deze organen van het pensioenfonds hebben vertegenwoordigers van de begunstigden zitting. Het pensioenfondsbestuur legt verantwoording af aan deze organen. Deze organen komen ook advies- en goedkeuringsbevoegdheden toe. Zie par. 7.5.

606 Zie Joosen 2009, p. 479, die een gelijke constatering voor beleggingsondernemingen doet.

607 Art. 12, sub a, Bupw verbiedt de uitbesteding van de “taken en werkzaamheden” van dagelijksbeleidsbepalers. Naar de letter genomen, mogen zij geen enkele taak delegeren.

608 Zie art. 17, lid 4, Bpr en art. 31, lid 6, Bgfo.

609 Zie Overweging 29, Solvency II waar de interne audit-/controlefunctie *essentieel* wordt genoemd voor een adequaat bestuur. Zie ook de toelichting op het Bpr, Stb. 2006, 519, p. 117. De interne-controlefunctie wordt daar een belangrijk hulpmiddel genoemd voor het up-to-date houden van de organisatie-inrichting en de procedures en maatregelen ter beheersing van risico's. Ook wordt erop gewezen dat de interne-controlefunctie over vaktechnische deskundigheid en detailkennis van de structuur van de eigen organisatie beschikt en bovendien permanent beschikbaar is.

beschikken.<sup>610</sup> Voor die sectoren is ook bepaald dat uitbesteding geen afbreuk mag doen aan de kwaliteit van de onafhankelijke interne toetsing.<sup>611</sup>

De wetgever meent dat de kwaliteit van de onafhankelijke interne toetsing kan worden belemmerd wanneer de interne-controlefunctie wordt uitbesteed. Uitbesteding van de interne-controlefunctie is daarom *in beginsel* verboden.<sup>612</sup> *Intra-groeps*uitbesteding van de interne-controlefunctie is echter wel toegestaan.<sup>613</sup> Kennelijk meent de wetgever dat de groepsrelaties voor voldoende waarborg van de kwaliteit zorgen.<sup>614</sup> Voor kleine financiële ondernemingen is de functiescheiding die voor een interne-controlefunctie nodig is, niet altijd haalbaar. Uitbesteding van de interne-controlefunctie is ook dan toegestaan.<sup>615</sup>

Ook pensioenfondsen dienen over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken.<sup>616</sup> Een verplichting om ter uitvoering daarvan over een interne-controlefunctie te beschikken, is niet opgenomen. Een interne-controlefunctie is voor pensioenfondsbesturen echter van niet minder waarde dan voor besturen van andere financiële ondernemingen.<sup>617</sup> De

---

610 Zie art. 28 jo. art. 17, lid 4, Bpr voor DNB-vergunde instellingen en art. 38b, lid 1 jo. art. 31, lid 6, Bgfo voor beleggingsondernemingen.

Voor verzekeraars gaat de regelgeving verder en worden naast een interne controlefunctie, ook een risicobeheerfunctie, compliancefunctie en actuariële functie voorgeschreven. De interne controlefunctie wordt in Solvency II overigens “interne auditfunctie” genoemd (art. 47, Solvency II).

611 Zie art. 28 Bpr voor DNB-vergunde instellingen en art. 38b, lid 1, Bgfo voor beleggingsondernemingen. Zie verder ook art. 38h voor betaal- en elektronischgeldinstellingen.

612 Voor DNB-vergunde ondernemingen: art. 28 Bpr; voor beleggingsondernemingen: art. 38b Bgfo en voor betaal- en elektronischgeldinstellingen: art. 38h Bgfo.

613 Evenzo art. 63, eerste gedachtestreepje, Rob.

614 Dat is dan wel een opmerkelijk standpunt. Uitbesteding binnen de groep vormt in geen enkel ander geval immers reden voor een gemitigeerd regime. Zie par. 2.5.3.2. Toelichting op art. 28 Bpr, Stb. 2006, 519, p. 117. Aangenomen moet maar worden dat dit ook geldt voor de interne-controlefuncties van niet-DNB-vergunde instellingen.

Deze opvatting van de wetgever lijkt mij in overeenstemming met Solvency II. Overweging 31, Solvency II bepaalt dat (her)verzekeraars vrij zijn om te beslissen hoe zij de interne-controlefunctie (en andere governance-functies) wensen te organiseren, tenzij anders bepaald. Bij dat laatste moet bijv. aan eisen inzake onafhankelijkheid en deskundigheid worden gedacht (art. 42, lid 1 en art. 47, lid 2, Solvency II). Om te voorkomen dat de eisen disproportioneel belastend worden, mag de onderneming er ook voor kiezen om deze functie aan deskundigen uit te besteden.

616 Art. 143 Pw.

617 Men kan zich zelfs afvragen of de eisen van een beheerste en integere bedrijfsvoering niet impliceren dat het pensioenfonds over een – al dan niet uitbesteede – interne-controlefunctie *moet* beschikken.

Bup bepaalde destijds dan ook dat *indien* een pensioenfonds over een interne-controlefunctie beschikt, deze niet mocht worden uitbesteed.<sup>618</sup> Anders dan onder de Rob en thans de Wft, was zelfs uitbesteding van de interne-controlefunctie naar een groepsentiteit niet toegestaan. In het huidige Bupw wordt niet uitgewijd over uitbesteding van de interne-controlefunctie. Ik meen dat zoveel als mogelijk moet worden aangesloten bij de regeling onder de Wft. Uitbesteding van de interne-controlefunctie naar een niet-groepsmaatschappij is dan in beginsel niet toegestaan. Dit ligt anders voor kleine pensioenfondsen voor wie de voor een interne-controlefunctie noodzakelijke functiescheiding niet haalbaar is.

Onder Solvency II wordt niet alleen de interne-controlefunctie aangewezen als een “governance-functie”: een sleutelfunctie die essentieel is voor een adequate besturing van de onderneming. Ook de risicobeheerfunctie, compliancefunctie en actuariële functie worden tot deze governance-functies gerekend.<sup>619</sup> Voor deze functies lijkt eenzelfde redenering als voor de interne-controlefunctie voor de hand te liggen. Uitbesteding van deze functies is ook dan in beginsel niet toegestaan, tenzij binnen de groep of wanneer het pensioenfonds zodanig klein in omvang is dat de opzet en instandhouding van deze functies een disproportionele belasting vormt.

#### *5.4.4 Een minimale omvang van niet-uitbestede taken*

Hoe meer activiteiten een onderneming uitbesteedt, hoe meer “control” ze dreigt te verliezen. Het is immers moeilijker om grip te houden op activiteiten die op afstand zijn gebracht, dan op activiteiten die een onderneming zelf uitvoert. Met name de uitbesteding van governance-functies kan de “control”-mogelijkheden beperken. De Gedelegeerde AIFMD-verordening bepaalt dat een abi-beheerder die aanzienlijk meer taken in verband met het beleggingsbeheer uitbesteedt dan hij zelf vervult, een brievenbusmaatschappij is.<sup>620</sup> De achterliggende logica is duidelijk: ook een onderneming die *nagenoeg* alle activiteiten heeft uitbesteedt, wordt niet in staat geacht “in control” te kunnen zijn.<sup>621</sup>

---

618 Toelichting op art. 3 Bup.

619 Art. 13, lid 29, Solvency II.

620 Art. 82, lid 1, sub d, Gedelegeerde AIFMD-verordening.

621 Dezelfde gedachte had de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (Maatman 2005, par. 4, onder d).

Dit roept een existentiële vraag op. Er zijn talloze Nederlandse pensioenfondsen die, met uitzondering van de taken en verantwoordelijkheden van het bestuur, nagenoeg alles, zo niet alles uitbesteden. Zijn Nederlandse pensioenfondsen brievenbusmaatschappijen?

Ik stel voorop dat het uiteindelijk draait om de vraag of de uitbesteder reëel “in control” is. Het percentage van het vermogensbeheer dat en het deel van de governance-functies die het fonds heeft uitbesteed kunnen belangrijke aanwijzingen zijn dat het aan “control” ontbreekt. Bepalend zijn ze niet.

Er zijn kleine pensioenfondsen met een (relatief) eenvoudig beleggingsbeleid waarvan de uitvoering volledig is uitbesteed, en die de governance-functies grotendeels hebben uitbesteed aan *andere* partijen dan hun vermogensbeheerder. Beschikt het bestuur van een dergelijk pensioenfonds bovendien over voldoende deskundigheid om zich een eigenstandig oordeel te vormen over de werkzaamheden van de dienstverlener en haar, zo nodig, adequaat bij te sturen, dan zie ik geen grond om van een brievenbusmaatschappij te spreken. Het is in mijn ogen cruciaal dat het pensioenfondsbestuur daadwerkelijk over de benodigde deskundigheid beschikt. Daar wordt bij kleine pensioenfondsen nogal eens aan getwijfeld.<sup>622</sup> Vraagtekens zijn wel te plaatsen bij het concept “fiduciair beheer”,<sup>623</sup> waarbij een pensioenfonds (nagenoeg) alle taken, zowel uitvoering als controle, in handen van dezelfde partij legt.

## 5.5 Deskundigheid

### 5.5.1 *Het belang van deskundigheid*

Veel organisaties verliezen na uitbesteding van werkzaamheden de noodzakelijke kennis over de operationele uitvoering van hun (uitbestede) werkzaamheden.<sup>624</sup> Het verlies aan deskundigheid maakt het pensioenfonds afhankelijk van zijn dienstverlener.<sup>625</sup> Om zijn dienstverlener te kunnen controleren en aansturen, moet het fonds immers begrijpen hoe de uitbestede werkzaamheden worden uitgevoerd. Het fonds verwordt daarmee effectief een brievenbusmaatschappij.<sup>626</sup>

---

622 Zie par. 3.6.4.

623 Zie par. 2.5.8.8.

624 Bovenberg, Maatman & Winter 2011, p. 386.

625 Commissie Frijns 2010, p. 46 en 47; DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 5.

626 Zie par. 2.3.3.



Een fonds dat niet (langer) over de deskundigheid beschikt om zijn dienstverlener te controleren heeft een veelvoud aan problemen. Omdat het de werkzaamheden van zijn dienstverlener niet kan beoordelen, kan het ook niet beoordelen wanneer het tijd is om de dienstverlener op te zeggen. Niet alleen het terughalen van de uitbestede werkzaamheden is een verloren optie; het kan ook niet goed beoordelen waar een opvolgend dienstverlener aan moet voldoen.

Bovendien is het toezicht op de uitvoering van uitbestede werkzaamheden indirect: het fonds moet zijn oordeel over de uitvoering door de dienstverlener, baseren op rapportages die afkomstig zijn van diezelfde dienstverlener. Die rapportages kunnen, bijvoorbeeld in de toelichting, een eenzijdig of geflatteerd beeld geven. Om dan tussen de regels door te lezen en kritisch te kunnen doorvragen waar en wanneer nodig, is eerder een hoger dan een lager deskundigheidsniveau vereist.

Naast de deskundigheid ter zake van het (uitbestede) vermogensbeheer is bovendien deskundigheid nodig ter zake van uitbesteding.<sup>627</sup> Zonder de nodige deskundigheid is een bestuur niet in staat om de uitbestedingsrelatie zo vorm te geven dat het "in control" is en blijft. Het is dan niet in staat om intern de organisatie adequaat op de uitbesteding voor te bereiden, een geschikte dienstverlener te selecteren, een overeenkomst uit te onderhandelen met voldoende instrumenten tot (bij)sturing of het overeengekomen instrumentarium in te zetten. DNB ziet in een uitbesteding dan ook aanleiding om de deskundigheid van beleidsbepalers te toetsen.<sup>628</sup>

### *5.5.2 Beschikbaarheid van deskundigheid*

Het pensioenfonds dient over toereikende deskundigheid te beschikken.<sup>629</sup> De Beleidsregel geschiktheid stelt (slechts) deskundigheidseisen aan beleidsbepalers. In de meeste gevallen zal de dagelijkse aansturing van de dienstverlener echter niet door deze beleidsbepalers geschieden, maar door medewerkers van het pensioenfonds, bijvoorbeeld die van het

---

627 Zie bijv. art. 1.2, lid 2, Beleidsregel geschiktheid waar naast deskundigheid ter zake van (onder meer) beleggingen, ook deskundigheid ter zake van uitbesteding wordt geëist.

628 Dat geldt ook voor de AFM. Zie AFM & DNB Informatiebulletin Toetsingen 2012A (algemeen) en AFM & DNB Informatiebulletin Toetsingen 2012P (pensioenfondsen).

629 Zie art. 14, lid 3, Bupw. Zie ook art. 30 Bpr (DNB-vergunde instellingen); art. 38a, lid 2, sub e, Bgfo (beheerders van een icbe); en art. 38c, lid 1 en art. 38e, lid 2, sub e, Bgfo (beleggingsondernemingen).

bestuursbureau. Het is daarom noodzakelijk dat ook binnen de organisatie voldoende deskundigheid aanwezig is.<sup>630</sup> Ook binnen bijvoorbeeld een interne-controlefunctie moet voldoende deskundigheid aanwezig zijn, om niet de kwaliteit van diens werkzaamheden in gevaar te brengen.<sup>631</sup>

Beschikbaarheid van deskundigheid elders in de organisatie laat onverlet dat ook het bestuur<sup>632</sup> zelf voldoende deskundig moet zijn. Bij een meerhoofdig bestuur hoeft overigens niet elke bestuurder deskundig te zijn ter zake van uitbesteding of vermogensbeheer. Waar het op aankomt, is dat de benodigde deskundigheid binnen het collectief aanwezig is.<sup>633</sup> Desondanks is dit vaak geen eenvoudige opgave. In de literatuur is veelvuldig aangevoerd dat er in Nederland onvoldoende deskundigen zijn om alle pensioenfondsbesturen te bemensen.<sup>634</sup> Dat vormde mede aanleiding voor de invoering van nieuwe bestuursmodellen voor pensioenfondsen.<sup>635</sup>

Voldoende deskundig betekent niet dat een bestuur geen deskundig advies kan inwinnen zonder zichzelf te diskwalificeren. Van geen enkel bestuur kan worden verwacht dat het de wijsheid in pacht heeft. Wel moet het bestuur voldoende deskundigheid in huis hebben om het – in- of externe – advies te kunnen doorgronden en op zijn merites te beoordelen. Kan het dat niet, dan kan het zijn verantwoordelijkheid niet dragen.<sup>636</sup>

---

630 Zie Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME), r.ov. 2.4 waar een van de verwijten aan het pensioenfonds luidt dat het niet over voldoende deskundigheid beschikt om de werkzaamheden van zijn vermogensbeheerder te kunnen beoordelen of de risico's van zijn beleggingsportefeuille te bepalen.

631 Zie ook par. 5.4.3.

632 De beleidsbepalers zullen in het normale geval zitting hebben in het bestuur. Ik zal hierna daarom spreken van bestuurders.

633 Art. 1.4 Beleidsregel geschiktheid. Dit past goed binnen het vennootschapsrechtelijke principe van collegiaal bestuur (zie bijv. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 417).

634 Maatman 2004b, p. 463; Roth & Roepnarain 2014, p. 486; Van der Meij 2011; Maatman & Schuit 2012, p. 374.

Met het sterk dalende aantal pensioenfondsen wordt dit probleem overigens wel steeds kleiner. In 2007 kende Nederland nog 605 pensioenfondsen. In 2013 was dit aantal gedaald tot 358. Deze cijfers zijn afkomstig van DNB (te downloaden via: <http://www.statistics.dnb.nl/financieele-instellingen/pensioenfondsen/toezicht-gegevens-pensioenfondsen/index.jsp#>, Tabel T 8.2 (Organisatie & Pension Fund Governance)).

635 Zie par. 7.5.2.

636 Zie par. 2.5.8.1. Ik wijs er nog op dat het aantrekken van een deskundige als interim-bestuurder een geheel andere kwestie is dan het aanstellen van een deskundige als adviseur. De interim-bestuurder brengt deskundigheid *in* het bestuur en draagt bovendien mede bestuursverantwoordelijkheid (zie par. 2.5.3.3).

### 5.5.3 *Het niveau van deskundigheid*

Het vereiste deskundigheidsniveau binnen het bestuur laat zich niet makkelijk vaststellen. In de Beleidsregel geschiktheid staat dat men daarvoor in ieder geval het soort, de omvang, de complexiteit en het risicoprofiel van de onderneming in aanmerking moet nemen.<sup>637</sup> De beleidsregel is evenwel gericht op deskundigheid van bestuurders in het algemeen<sup>638</sup> en niet specifiek op deskundigheid in het geval van uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen.

Naar mijn mening wordt het vereiste deskundigheidsniveau ter zake van het aspect *vermogensbeheer* op de eerste plaats bepaald door het risicoprofiel van de portefeuille en de complexiteit van de beleggingen. Het beleggen van een vermogen wordt immers niet complex door de omvang, maar door het gekozen risicoprofiel en de complexiteit van de geselecteerde beleggingen.<sup>639</sup> Het vereiste deskundigheidsniveau wordt niet lager wanneer bijvoorbeeld het risicobeheer is uitbesteed aan de custodian. Het bestuur zal immers ook de rapportages van de custodian in zijn hoedanigheid van risicobeheerder moeten begrijpen, om zijn verantwoordelijkheid over de uitvoering ervan te kunnen nemen.<sup>640</sup>

Ter zake van het aspect *uitbesteding* zijn bij grote pensioenfondsen mogelijk wel hogere deskundigheidseisen op hun plaats. Bij grote pensioenfondsen is de aansturing van de uitbestedingsrelaties vaak complexer. Die complexiteit is het gevolg van een vaak groter aantal dienstverleners, maar ook van een complexere interne organisatie die bij de uitbesteding betrokken blijft.

### 5.5.4 *Continuïteit*

Intern dient voldoende deskundigheid beschikbaar te zijn. Dat is geen kwestie van een momentopname. Het pensioenfonds moet daarom de nodige maatregelen nemen om zich te verzekeren van continue beschikbaarheid van die deskundigheid.

---

637 Zie ook art. 1.3, sub b, Beleidsregel geschiktheid.

638 De beleidsregel is overigens ook van toepassing op beleidsbepalers van financiële ondernemingen. De term die dan gebruikt wordt, is “geschiktheid” in plaats van “deskundigheid”. Een inhoudelijk verschil is niet bedoeld (zie par. 6.8.5).

639 Het is daarom belangrijk dat pensioenfondsen de complexiteit van hun portefeuille beperken tot beleggingen die zij zelf snappen. DNB formuleert het als: “Niet snappen, is niet doen” (DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 3). Zie ook par. 3.6.4.

640 Vergelijk DNB beleggingsonderzoek 2009, p. 6-7. DNB geeft daar een voorbeeld met betrekking tot de waardering van beleggingen.

Die continuïteit kan door allerlei oorzaken in het geding komen. De aandacht en betrokkenheid van de uitbestedende onderneming voor de uitbestede werkzaamheden kan na verloop van tijd tanen. Het gevaar bestaat dat onopgemerkt blijft wanneer de onderneming bepaalde deskundigheid verliest en deze vervolgens niet wordt aangevuld. Net als andere mensen, worden ook deskundigen soms ziek en nemen zij soms vakantie of ontslag. Ook kan hun deskundigheid, wanneer de uitvoering van de werkzaamheden is uitbesteed, verouderen. Het pensioenfonds kan dit continuïteitsrisico aanpakken door een doordacht personeelsbeleid op te zetten.

Als onderdeel van dat beleid kan het inventariseren welke deskundigheid binnen de organisatie nodig is en welke aanwezig is. Het pensioenfonds moet er rekening mee houden dat het aantrekken van deskundig personeel lastig kan blijken, wanneer het werk dat na uitbesteding achter blijft minder interessant is. Tijdelijke afwezigheid van deskundigen als gevolg van vakantie of ziekte kan het fonds mogelijk met tijdelijk personeel opvangen.<sup>641</sup>

## 5.6 Operationele interne voorbereiding

Om “in control” te blijven over de uitbestede werkzaamheden, zijn een zorgvuldig selectieproces van de dienstverlener en een goed uitbestedingscontract van groot belang.<sup>642</sup> Intern zal het pensioenfonds daarvoor de nodige voorbereidingen moeten treffen. De interne voorbereiding is van cruciaal belang voor het succes van de uitbesteding, maar wordt vaak onderschat.<sup>643</sup>

De interne voorbereiding betreft alle werkzaamheden totdat wordt overgegaan op de selectiefase waarin contact wordt gelegd met potentiële dienstverleners. Men kan er eventueel ook het vaststellen van een uitbestedingsbeleid met een voorafgaande risicoanalyse toe rekenen, maar deze neem ik aan als een gegeven.

---

641 Zie par. 2.5.3.3.

642 Art. 14, lid 3, Bupw verplicht pensioenfonds daarom over een adequate selectieprocedure te beschikken. Art. 13 Bupw bevat een aantal eisen waaraan het uitbestedingscontract in ieder geval moet voldoen.

643 Moerel & Van Reeken 2009, p. 17.

### 5.6.1 De uitbestedingsbeslissing

Uitbesteding geschiedt met het oog op het behalen van voordelen. Vaak gaat het om een betere kwaliteit van de werkzaamheden, lagere kosten of toegang tot superieure deskundigheid.<sup>644</sup> Uitbesteding kent echter ook nadelen. Het brengt een inherent verlies aan “control” mee doordat het pensioenfonds op afstand van de uitvoering komt te staan. Mogelijk leidt het ook tot extra kosten.<sup>645</sup> Een beheerste bedrijfsvoering vereist dan ook om eerst een zorgvuldige uitbestedingsbeslissing te nemen, waarbij de verwachte voordelen worden afgezet tegen de nadelen (de “business case”). Voor diverse typen beleggingsinstellingen is dat ook expliciet bepaald.<sup>646</sup>

Het opstellen van een “business case” impliceert een vergelijking tussen de huidige situatie en de beoogde toekomstige situatie. Die situaties worden vaak aangeduid met de Duitse termen “IST” en “SOLL”. Het pensioenfonds zal dus eerst de status quo moeten bepalen. Wat waren de kosten en het rendement van het vermogensbeheer over de afgelopen jaren? Welke beleggingsstrategie(ën) werd(en) gehanteerd? Hoe waren de beleggingen binnen de portefeuille gespreid over de verschillende beleggingscategorieën. Is eenmaal de status quo bepaald, dan kunnen de uitbestedingsdoelen worden vastgesteld. Bij uitbesteding van het vermogensbeheer komt dat gewoonlijk aan op het verlagen van de kosten,<sup>647</sup> het behalen van hogere rendementen<sup>648</sup> of op het verkleinen van het beleggingsrisico.<sup>649</sup>

Bij het bepalen van de (verwachte) toekomstige situatie moet het pensioenfonds een inschatting maken in welke mate die doelen haalbaar zijn. Om een volledig beeld van de toekomstige situatie te schetsen moeten ook andere effecten worden meegenomen. Zo heeft een uitbesteding van

---

644 Ook andere verwachte voordelen kunnen een rol spelen. Zie voetnoot 7.

645 Vergelijk Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME), waar – onder meer – de door de vermogensbeheerder *intern* beheerde beleggingsfondsen duurder bleken dan de *extern* beheerde beleggingsfondsen.

646 Art. 20, lid 1, sub a en art. 21, lid 11, sub b, AIFMD; art. 22, lid 7, sub b, Icbv-5. In gelijke zin, maar niet bindend en voor banken: art. 18, lid 2, EBA Guidelines on internal governance 2011.

647 Hierin moeten ook de fiscale gevolgen van uitbesteding worden betrokken.

648 Bijv. door actief beheer of een betere toegang tot bepaalde deelmarkten.

649 Wanneer de vermogensbeheerder meerdere vermogens beheert, wordt het mogelijk om een grotere spreiding van dat vermogen over de financiële markten aan te brengen en daarmee het risico verder weg te diversifiëren (zie par. 3.2.2).

het vermogensbeheer vaak ook fiscale of arbeidsrechtelijke gevolgen.<sup>650</sup> Daarnaast moet het rekening houden met zijn beheersingsmogelijkheden. Het moet zich bijvoorbeeld afvragen met welke partijen de vermogensbeheerder moet samenwerken, of het een “eigen” custodian wenst, of het onderuitbesteding toe wil laten, hoe de communicatielijnen zullen lopen, of het intern over voldoende deskundigheid beschikt, of de uitbestede werkzaamheden worden meegenomen in de activiteiten van de internecontrolefunctie, etc. Voor het bepalen van de “IST”- en “SOLL”-situaties, moet het pensioenfonds de nodige informatie verzamelen. Wanneer het deze informatie heeft vergaard, kan het een definitieve beslissing nemen.

### 5.6.2 Meldingen en goedkeuringen

#### 5.6.2.1 Interne meldingen en goedkeuringen

Elk pensioenfonds moet een verantwoordings- of een belanghebbendenorgaan instellen. Ook moet het intern toezicht organiseren in de vorm van een gemengd bestuur, een raad van toezicht of een visitatiecommissie.<sup>651</sup> Indien het pensioenfonds een belanghebbendenorgaan heeft ingesteld, is het bestuur wettelijk verplicht om dat orgaan om goedkeuring van de uitbestedingsovereenkomst te vragen.<sup>652</sup> Op het bestuur rust geen wettelijke plicht om één van deze andere organen een voorgenomen uitbesteding te melden of daar advies over in te winnen. Met het oog op de taken van deze organen, kan een dergelijke plicht wel in de statuten van het fonds zijn opgenomen. Met het oog op de verplichting tot behoorlijk bestuur,<sup>653</sup> verdient het evenwel aanbeveling om een voorgenomen uitbesteding altijd te melden.

---

650 Zo zijn pensioenfonds bijvoorbeeld als regel niet BTW-plichtig. Een gevolg daarvan is dat zij de hen in rekening gebrachte BTW niet kunnen terugvorderen. BTW die in rekening wordt gebracht is dan een kostenpost. Mogelijkheden om bij uitbesteding de kosten aan BTW te beperken, bestaan, maar zijn complex. Zie bijv. De Greef & Merckx 2015 en Vroon 2014.

Arbeidsrechtelijk kan een uitbesteding ertoe leiden dat een deel van het personeel andere taken krijgt. Een ander deel gaat mogelijk zelfs over naar de dienstverlener. Daarop is de regeling van de “overgang van onderneming” van toepassing (art. 7:662-666 BW).

651 Zie par. 7.5.2.

652 Art. 115c, lid 2, sub e, Pw.

653 Art. 33 Pw en art. 2:9 BW.

Heeft het pensioenfonds een ondernemingsraad ingesteld, dan is het zeer waarschijnlijk verplicht om ook de ondernemingsraad om advies te vragen.<sup>654</sup> Het adviesrecht van ondernemingsraden laat ik verder buiten beschouwing.<sup>655</sup>

#### 5.6.2.2 Externe meldingen en goedkeuringen

Er bestaat geen expliciete verplichting voor pensioenfondsen om een voorgenomen uitbesteding aan de financiële toezichthouder te melden of ter goedkeuring voor te leggen. Een wettelijke *goedkeurings*bevoegdheid voor de toezichthouder zou vermoedelijk ook in strijd komen met het Europese beginsel van vrijheid van ondernemerschap.<sup>656</sup> Een *meld*plicht kan naar mijn mening wel worden afgeleid uit het beginsel dat uitbesteding het toezicht niet mag belemmeren.<sup>657</sup> Voor (her)verzekeraars wordt mede hierom in een meldplicht voorzien.<sup>658</sup> Een wettelijke meldplicht bestaat al voor betaal- en elektronischgeldinstellingen,<sup>659</sup> voor beheerders van icbe's<sup>660</sup> en voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.<sup>661</sup> Voor beleggingsondernemingen vormt uitbesteding een significante wijziging van de bedrijfsvoering die moet worden gemeld.<sup>662</sup> In ieder geval verwacht DNB van elke instelling, ongeacht in welke financiële sector hij werkzaam is, dat hij vooraf aan DNB meldt wanneer hij van "cloud"-diensten gebruik wil maken.<sup>663</sup>

654 Een adviesaanvraag is onder meer verplicht bij een "belangrijke wijziging in de organisatie van de onderneming" (art. 25, lid 1, sub e, WOR). Een uitbesteding in de zin van de wet betreft "wezenlijke" activiteiten, zodat vermoedelijk wel sprake is van een "belangrijke wijziging".

655 Zie bijv. Hof Amsterdam (OK) 14 september 2012, TRA 2013/18, m.nt. Sprengers (BOR Goeree-Overflakke); Hof Amsterdam (OK) 12 juli 2010, TRA 2011/7, m.nt. Sprengers (OR VROM/Staat). Zie voor de bevoegdheden van ondernemingsraden in het algemeen: Rood/Verburg 2013.

656 Zie voetnoot 597.

657 Art. 12, sub c, Bupw. In de literatuur is opgemerkt dat de toezichthouder melding van een voorgenomen uitbesteding lijkt te wensen, ook wanneer een uitdrukkelijke wettelijke grondslag ontbreekt (De Vries & Paans 2014, p. 31).

658 Overweging 37 van Solvency II bepaalt: "Teneinde (...) ervoor te zorgen dat de uitbestedingsvoorwaarden steeds worden nageleefd, dienen de toezichthoudende autoriteiten vooraf van de uitbesteding van kritieke of belangrijke functies of activiteiten in kennis te worden gesteld". De meldplicht is opgenomen in art. 49, lid 3, Solvency II.

659 Art. 27a Bpr en art. 38i Bgfo.

660 Art. 38a, lid 1, Bgfo (ontleend aan art. 13, lid 1, Icbe 4).

661 Art. 7, lid 2, sub e jo. art. 10, lid 1, AIFMD, alsook in art. 20, lid 1, aanhef, AIFMD.

662 Toelichting op art. 96 Bgfo, Stb. 2006, 520, p. 258.

663 DNB Circulaire cloud computing 2011, p. 1.

Ook onderuitbestedingen moeten naar mijn mening aan de toezichthouder worden gemeld. Ook een onderuitbesteding kan immers het toezicht belemmeren. Niet voor niets geldt dat voor onderuitbestedingen *mutatis mutandis* hetzelfde geldt als voor uitbestedingen.<sup>664</sup>

Neemt men aan dat een meldplicht niet bestaat, dan kan een pensioenfonds er uit eigen beweging voor kiezen zijn voornemen tot uitbesteding te melden. Het eventuele ontbreken van een meldingsplicht staat daar niet aan in de weg. Mogelijk komt het fonds dan in een vroeg stadium op de hoogte van eventuele bedenkingen van de toezichthouder. Dat stelt het fonds dan in de gelegenheid de omvang of voorwaarden van de uitbesteding aan te passen.<sup>665</sup> In de praktijk maken pensioenfondsen van hun voorgenomen uitbestedingen inderdaad melding bij de toezichtsmedewerker met wie zij contact hebben.<sup>666</sup>

Wat er ook zij van een meldplicht of meldinitiatief *vooraf*, pensioenfondsen moeten in ieder geval achteraf, bij de jaarlijkse indiening van de staten, aangeven of zij werkzaamheden hebben uitbesteed.<sup>667</sup>

Het voornemen tot uitbesteden kan voor een onderneming een verplichting meebrengen tot melding aan de ACM.<sup>668</sup>

### 5.6.3 De voorbereiding van het selectietraject

Gedurende de interne-voorbereidingsfase moeten nog allerhande praktische beslissingen en feitelijke werkzaamheden worden verricht. Het fonds moet bepalen wie intern verantwoordelijk is of zijn voor het verloop van het selectietraject. Er moet een planning worden gemaakt voor de verschillende stappen in het selectietraject. Voor de potentiële dienstverleners

---

664 Zie par. 2.5.7.3 en 5.11.

665 Wanneer bedenkingen van de toezichthouder uitblijven, betekent dit natuurlijk niet dat die er niet zijn. Het pensioenfonds heeft een eigen verantwoordelijkheid. Van de toezichthouder kan niet worden verlangd op de bestuurdersstoel te gaan zitten.

666 Telefoongesprek met DNB, d.d. 9 december 2014.

667 Art. 147, lid 3, sub d, Pw jo. art. 30, lid 1, sub a, onder 1°, Besluit FTK jo. art. 3.1, sub a en Bijlage 2, Regeling informatieverstrekking pensioenfondsen jo. staat J101 (te downloaden via: <http://www.dnb.nl/statistiek/eline-dnb/pensioenfondsen/index.jsp>).

668 Art. 34 e.v. Mededingingswet. Zie ook ACM Informele zienswijze betreffende concentratietoezicht 2013. Gaat het om een uitbesteding tussen partijen die niet met elkaar concurreren (zoals een pensioenfonds dat zijn vermogensbeheer uitbesteedt), dan zal dat niet snel het geval zijn. Dat kan anders liggen wanneer een vermogensbeheerder aan een andere vermogensbeheerder uitbesteedt. Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 78-89.



moet binnen het pensioenfonds een contactpersoon worden aangewezen. Ook het opstellen van een offerte-aanvraag gebeurt in deze fase. Dit kan een flinke inspanning kosten, maar betaalt zich dubbel en dwars terug.<sup>669</sup> Voorts moet het pensioenfonds nu reeds bepalen hoe het de binnengekomen offertes onderling zal afwegen. Zulke voorbereidingen zijn van groot belang voor de effectiviteit van de selectieprocedure en daarmee voor de “control” gedurende de duur van de uitbestedingsrelatie.<sup>670</sup>

## **5.7 Selectiefase**

### *5.7.1 De voorselectie*

Het heeft geen zin om van honderd vermogensbeheerders een offerte te vragen. Het levert veel werk op om alle offertes te vergelijken, terwijl de toegevoegde waarde van extra offertes de wet van de afnemende meeropbrengsten volgt. Toch moet er wat te kiezen over blijven. Bovendien zal de concurrentiële druk tot gunstigere biedingen van vermogensbeheerders leiden. Ook verloopt het biedingsproces niet sneller wanneer slechts met één potentiële dienstverlener wordt onderhandeld. In de praktijk blijkt een voorselectie van twee tot vier potentiële dienstverleners het beste te werken.<sup>671</sup>

In de voorselectie gaat het erom een groep van vermogensbeheerders te selecteren die in ieder geval geschikt zijn voor de taak. Daarom is het raadzaam te kijken naar reputatie, ervaring en de in het verleden door de vermogensbeheerder behaalde prestaties. De ervaring en prestaties moeten de beleggingscategorie betreffen waarvan het pensioenfonds het beheer wil uitbesteden. Een vermogensbeheerder met een goede staat van dienst in het beheer van een portefeuille met staatsobligaties is nog niet de beste kandidaat voor een vastgoedportefeuille.

Er bestaan adviesorganisaties die per beleggingscategorie de zakelijke prestaties van vermogensbeheerders op een rij zetten. Het pensioenfonds kan van de diensten van zulk een adviseur gebruik maken bij de voorselectie.<sup>672</sup>

---

669 Zie par. 5.7.2 voor het belang en de inhoud van de offerte-aanvraag.

670 Art. 14, lid 3, Bupw verplicht het fonds over een adequate selectieprocedure te beschikken.

671 Moerel & Van Reeken 2009, p. 63.

672 Zulke adviesorganisaties helpen vaak ook bij andere onderdelen van het uitbestedingsproces.

Ter voorkoming van belangenverstrengeling mag het fonds geen dienstverlener aanstellen met wie het, op het niveau van beleidsbepalers of medebeleidsbepalers, een personele unie heeft.<sup>673</sup> Deze dienstverleners kunnen in de voorselectie reeds worden uitgesloten.

Het vestigingsland van een dienstverlener kan in de voorselectie een (negatieve) rol spelen. Zo is het recht of de kwaliteit van het rechtssysteem in sommige landen reden tot zorg.<sup>674</sup> Dat laat zich niet altijd oplossen met een rechts- en forumkeuze. Een veroordelend vonnis moet immers in datzelfde land van vestiging van de dienstverlener ten uitvoer worden gebracht. Behalve de kwaliteit van het rechtssysteem, kunnen ook bijzondere voorschriften een hinderpaal vormen. Eerder kwam al de mogelijkheid aan bod dat het recht van het land waar de dienstverlener is gevestigd verbiedt om informatie aan een buitenlandse toezichthouder te verstrekken.<sup>675</sup> Een ander voorbeeld is de "USA Patriot Act". Op grond van die wet mag de overheid van de Verenigde Staten inbreuk maken op de vertrouwelijkheid van gegevens.<sup>676</sup> Dat kan een bezwaar zijn bij uitbestedingen waar de vertrouwelijkheid van gegevens een belangrijk punt is.

#### 5.7.2 De offerte-aanvraag

Het komt wel voor dat een pensioenfonds met kandidaat-vermogensbeheerders onderhandelt aan de hand van modelovereenkomsten van die vermogensbeheerders. Het nadeel daarvan is dat de standaard-dienstverlening van de vermogensbeheerder dan het vertrekpunt vormt. Beter is het om uit te gaan van de eigen behoeften. De vervulling daarvan is immers

---

673 Art. 20, lid 2, Besluit FTK. Omwille van ondernemingspensioenfondsen is een uitzondering gemaakt wanneer werkzaamheden worden uitbesteed aan de werkgever. Het komt veel voor dat de aan een ondernemingspensioenfonds verbonden werkgever kosteloos (een deel van) de pensioenadministratie verzorgt, terwijl ook (een deel van de) (mede-)beleidsbepalers van het fonds bij hem in dienst is.

674 Kaufmann e.a. 2009. In een voorbeeld met betrekking tot intellectuele eigendom: "We were told that there are patent, copyright, and IP protection laws in India (...). They failed to mention that the laws are impossible to enforce" (uit: Frank 2005, p. 60-62).

675 Zie par. 5.4.

676 Die overheid heeft daarvoor geen rechterlijke machtiging nodig. Ze heeft soms toegang tot informatie die zich bevinden in vestigingen van de dienstverlener in andere landen (waaronder Nederland). De opdrachtgever van die dienstverlener mag niet altijd op de hoogte worden gesteld. Zie verder Van Hoboken e.a. 2012; Voulon 2012.

het doel van de uitbesteding. Daarom en onder druk van DNB wordt er steeds vaker onderhandeld aan de hand van een modelovereenkomst die het pensioenfonds zelf heeft opgesteld of laten opstellen.<sup>677</sup>

Ook bij gebruik van een modelovereenkomst, moeten veel concrete afspraken nog worden ingevuld. Het pensioenfonds kan ook dan het initiatief houden en zijn “control” verbeteren door een offerte-aanvraag op te stellen.<sup>678</sup> Het opstellen van de offerte-aanvraag dwingt het pensioenfonds om precies te omschrijven wat de inhoud van de dienst is die het wil afnemen en welke randvoorwaarden het daarbij hanteert. Dit voorkomt onduidelijkheden in de taakopdracht. Onduidelijkheden in de taakopdracht zijn een belangrijk risico bij uitbesteding van vermogensbeheer.<sup>679</sup> Naarmate de taakopdracht preciezer wordt geformuleerd, kan de vermogensbeheerder een kwalitatief betere offerte aanleveren. Het leidt er ook toe dat de offertes beter vergelijkbaar zijn.<sup>680</sup>

Behalve de taakopdracht, moet de offerte-aanvraag alle voorwaarden bevatten die voor het pensioenfonds van belang zijn bij diens keuze van de dienstverlener. In een offerte-aanvraag wordt gewoonlijk gevraagd om een beschrijving van de organisatiestructuur van de vermogensbeheerder, de beleggingsprocessen, de ervaring binnen het klantteam dat voor het pensioenfonds werkzaam zal zijn, de resultaten die de vermogensbeheerder in het verleden met de bewuste beleggingsstrategie heeft behaald, de mogelijke wijzen van rapporteren en een prijsvoorstel.<sup>681</sup> Voorts moet men denken aan de beloningsstructuur die de dienstverlener hanteert,<sup>682</sup> aansprakelijkheid bij onderuitbesteding, bewijs van de financiële stabiliteit van de vermogensbeheerder, de wijze waarop een beheerste en integere bedrijfsvoering bij de vermogensbeheerder is gewaarborgd

---

677 Oppelaar 2013, p. 303.

678 De offerte-aanvraag wordt in goed jargon ook wel “Request for Proposal” of RFP genoemd.

679 Zie par. 5.2.3. Het kan ertoe leiden dat de werkelijke beleggingsportefeuille substantieel afwijkt van de strategische beleggingsportefeuille zoals het pensioenfonds dat voor ogen staat. De onduidelijkheid kan bijv. liggen in welke beleggingen al of niet binnen een beleggingscategorie vallen. Voor deze en andere voorbeelden, zie: Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013.

680 Moerel & Van Reeken 2009, p. 54.

681 Van Setten 2009, nr. 1.34.

682 Pensioenfondsen zijn expliciet verplicht om bij de selectie van de dienstverlener rekening te houden met de gehanteerde beloningsstructuur (art. 14, lid 5, Bupw). Van de beloningsstructuur kunnen immers onwenselijke prikkels uitgaan die de “control” van het fonds ondermijnen (zie par. 5.12.3). Voor andere financiële ondernemingen die werkzaamheden uitbesteden is het niet minder zinvol hier zicht op te hebben.

en een lijst van referenties.<sup>683</sup> Dergelijke voorwaarden kunnen worden verwerkt in een *term sheet*.<sup>684</sup> Het gebruik van een *term sheet* komt de vergelijkbaarheid van de biedingen ten goede. Bovendien kunnen aan de hand van de *term sheet* de onderhandelingen worden gevoerd.

Nadat de ingevulde *term sheets* zijn ontvangen, volgt een nadere selectie. Het pensioenfonds gebruikt daarvoor de eerder vastgestelde afwegingscriteria.<sup>685</sup> Het is van belang dat er voor de onderhandelingsfase (minimaal) twee potentiële vermogensbeheerders overblijven. De concurrentiële druk is voor hen een prikkel om ook dan redelijke standpunten in te blijven nemen. Bovendien kan er in de fase van het *due diligence*-onderzoek nog een kandidaat afvallen.

### 5.7.3 *Due diligence*-onderzoek

Het *due diligence*-onderzoek is een onderzoek naar de organisatie en het beleggingsproces van de vermogensbeheerder.<sup>686</sup> Het onderzoek wordt uitgevoerd na de evaluatie van de offertes, maar voordat wordt besloten welke vermogensbeheerders worden uitgenodigd voor onderhandelingen.<sup>687</sup>

Het onderzoek dient om vast te stellen of de dienstverlener over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikt. Immers, als de dienstverlener niet “in control” is over zijn eigen bedrijfsvoering, dan is het

---

683 De offerte-aanvraag zal overigens ook enige praktische informatie moeten bevatten. Zo zal de vermogensbeheerder bijvoorbeeld moeten weten wanneer de offerte moet zijn aangeleverd, wie de contactpersoon is en hoe het selectietraject verder is vorm gegeven.

684 Een *term sheet* heeft typisch de vorm van een tabel met vier kolommen. De eerste kolom bevat alle eisen van het pensioenfonds. De vermogensbeheerder kan in de tweede kolom zijn bod vermelden. De derde kolom gebruikt het fonds om eventuele compromis/oplossingen of de status van de betreffende eis (bijv. of nog *due diligence* of een bepaalde actie vereist is) te vermelden. In de vierde kolom kan het fonds aangeven of de eis nog open staat, afgerond of niet langer van toepassing is. Zie ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 73.

685 Zie par. 5.6.

686 “*Due diligence*” betekent “gepaste zorgvuldigheid”. De term *due diligence*-onderzoek wordt vooral gebruikt in het kader van bedrijfsovernames, maar wordt ook in andere contexten gebruikt.

687 Moerel & Van Reeken 2009, p. 71 en p. 91.

pensioenfonds op voorhand ook niet “in control”.<sup>688</sup> Dat blijft overigens ook van belang wanneer de dienstverlener zelf reeds onder financieel toezicht staat. Financieel toezicht is immers geen garantie voor een beheerste en integere bedrijfsvoering, terwijl de uitbesteder verantwoordelijk blijft voor de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden. Met het onderzoek kan het pensioenfonds zich ervan vergewissen dat de vermogensbeheerder over de capaciteiten, mogelijkheden en bevoegdheid beschikt om de uit te besteden taken goed uit te voeren. Blijkt uit het onderzoek dat er risico's verbonden zijn aan uitbesteding aan deze specifieke vermogensbeheerder, dan kunnen tijdig maatregelen worden genomen ter beheersing.<sup>689</sup>

Het belang van een due diligence-onderzoek wordt breed erkend. Zo noemde de Commissie Frijns het ontbreken van een goede due diligence als een belangrijke oorzaak van gebrekkige beheersing van de uitbesteding.<sup>690</sup> Echter, vooralsnog is enkel voor (her-)verzekeraars en abi-bewaarders bepaald dat zij een due diligence moeten uitvoeren en wat dat onderzoek moet inhouden.<sup>691</sup> Het due diligence-onderzoek van een

---

688 Vergelijk bijv. art. 38e, lid 2, Bgfo. De eisen die daar worden gesteld aan een dienstverlener van een beleggingsonderneming houden veelal verband met de waarborg van een beheerste en integere bedrijfsvoering van de dienstverlener.

689 Kerckhaert & Van Zalinge 2012, p. 269-270. Zie ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 89-90. Vergelijk ook art. 274, lid 3, sub (a), Gedelegeerde Solvency II-verordening (voor (her-)verzekeraars); art. 20, lid 1, sub b en f AIFMD (voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen); art. 21, lid 11, sub d, onder i AIFMD (voor bewaarders van alternatieve beleggingsinstellingen); art. 38, lid 1, sub c, Bgfo (voor beheerders van icbe's); art. 38e, lid 2, sub a, Bgfo (voor beleggingsondernemingen) en art. 38l, sub c, Bgfo (voor premiepensioeninstellingen). Zie ook Kamerstukken II, 2005-2006, 30655, nr. 3, p. 69-70 en Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128-129 en p. 158.

690 Zie Commissie Frijns 2010, p. 42 en 45.  
In de consultatieversie van een Leidraad Risicomanagement bij beleggingsinstellingen wilde de AFM aan beleggingsinstellingen een due diligence voorafgaand aan uitbesteding verplicht stellen. Zie AFM Concept-Leidraad Risicomanagement bij beleggingsinstellingen 2010. De Leidraad is overigens nooit definitief gemaakt, omdat DUFAS een Handreiking Risicomanagement voor beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen maakte. In die Handreiking wordt een due diligence dan weer niet als noodzakelijk, maar als een “mogelijke maatregel” gepresenteerd en bovendien slechts in het kader van tegenpartij- en faillissementsrisico. Zie DUFAS, Handreiking Risicomanagement voor beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen 2011, p. 36.

691 Voor (her)verzekeraars: art. 274, Gedelegeerde Solvency II-verordening. Zie ook Kerckhaert & Van Zalinge 2012, p. 269. Voor abi-bewaarders: art. 98, Gedelegeerde AIFMD-verordening.

abi-bewaarder moet aan eisen voldoen die deels vergelijkbaar zijn met die voor (her)verzekeraars en voorts aan enkele specifieke eisen in verband met de bewaring van activa. Ik beperk mij daarom tot de eisen voor (her)verzekeraars. Zij moeten in hun onderzoek betrekken:

- de financiële en technische mogelijkheden van de potentiële dienstverlener
- diens interne controle-systeem, en
- potentiële belangenconflicten.

Daarnaast moet de (her)verzekeraar zich ervan vergewissen dat de betrokken medewerkers van de dienstverlener voldoende gekwalificeerd en betrouwbaar zijn en dat de dienstverlener over adequate continuïteitsplannen beschikt in geval van verstoringen.<sup>692</sup> Voor pensioenfondsen en andere financiële ondernemingen is dit alles niet minder zinvol.

DNB acht het onmogelijk om een uitputtende lijst van onderwerpen te noemen die in een due diligence-onderzoek een plaats verdienen. Ze onderscheidt grofweg drie categorieën van onderwerpen: personen, processen en performance.<sup>693</sup> DNB geeft als good practice mee dat een pensioenfonds niet alleen naar de historische resultaten en beheerskosten van de vermogensbeheerder kijkt, maar tevens naar de stabiliteit van de organisatie, de betrouwbaarheid van de systemen, de integriteit van het personeel en de aanwezigheid van een adequate functiescheiding.<sup>694</sup>

Naast de hierboven genoemde onderwerpen, is het zinvol om te onderzoeken of de dienstverlener voldoet aan specifieke eisen die de uitbestedingsregels stellen aan een dienstverlener. De dienstverlener van een pensioenfonds moet het fonds blijvend in staat stellen te voldoen aan de

---

692 Art. 274, lid 3-5, Gedelegeerde Solvency II-verordening. Zie ook Kerckhaert & Van Zalinge 2012, p. 269.

693 Zie Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen, p. 5 (uitgangspunt 4). DNB gaat hier overigens in op het due diligence-onderzoek naar de beheerder van een beleggingsinstelling. In het onderzoek naar vermogensbeheerders of andere dienstverleners is deze indeling niet minder toepasbaar.

694 DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 7 (aandachtspunt 2).

bepalingen bij of krachtens de Pensioenwet.<sup>695</sup> Voor de vermogensbeheerder betekent dit in ieder geval dat hij een beleggingsbeleid conform de prudent person-regel kan uitvoeren.<sup>696</sup> Voorts moet, na beëindiging van de uitbesteding, de dienstverlener het pensioenfonds zo nodig bijstaan opdat het fonds de werkzaamheden weer zelf kan uitvoeren of laten uitvoeren door een opvolgende dienstverlener.<sup>697</sup>

In het Bpr en het Bgfo worden ook eisen aan dienstverleners van financiële ondernemingen gesteld die het pensioenfonds in zijn due diligence-onderzoek kan betrekken.<sup>698</sup> Ik beperk mij wederom tot aanvullingen op wat hierboven is genoemd.<sup>699</sup> Zulke eisen betreffen de beschikking over alle benodigde vergunningen,<sup>700</sup> de bescherming van vertrouwelijke informatie<sup>701</sup> en de mogelijkheid om op ieder gewenst moment verantwoording af te leggen en daarin inzicht te bieden.<sup>702</sup>

---

695 Art. 13, lid 2, sub f, Bupw. Deze eis vloeit logisch voort uit het uitgangspunt dat het uitbestedende pensioenfonds verantwoordelijk blijft voor de naleving van de op hem rustende verplichtingen. Vergelijk Van Dijken Eeuwijk 2012, p. 191. Zij betogen (voor accountantsorganisaties, waarvoor ook uitbestedingsregels zijn opgesteld): “(...) nu de accountantsorganisatie verantwoordelijk blijft voor de werkzaamheden en bedrijfsprocessen die zij uitbesteedt alsmede voor het naleven van de toepasselijke wet- en regelgeving dienaangaande, zal de accountantsorganisatie contractueel deze nalevingsplicht aan de derde partij moeten en willen opleggen, wil zij deze verantwoordelijkheid kunnen (blijven) dragen”.

696 Naar mijn opvatting moet art. 13, lid 2, sub f, Bupw beperkt worden uitgelegd, namelijk tot verplichtingen van het pensioenfonds die samenhangen met de werkzaamheden van de dienstverlener. Van een vermogensbeheerder kan bijvoorbeeld niet worden verwacht dat hij het pensioenfonds ondersteunt in de pensioenadministratie opdat het fonds correct het aantal deelnemingsjaren van zijn deelnemers registreert (art. 36 Pw). Van de vermogensbeheerder, als *uitvoerder* van het beleggingsbeleid, kan naar mijn mening ook niet worden verwacht dat het de verantwoordelijkheid neemt voor de inhoud van het beleggingsbeleid. De verantwoordelijkheid voor de afstemming van het beleggingsbeleid op bijvoorbeeld de deelnemersstructuur van het fonds ligt bij het pensioenfondsbestuur (zie par. 5.4.2).

697 Art. 13, lid 2, sub h, Bupw.

698 Zie mijn pleidooi voor een kruissectorale analoge toepassing van de uitbestedingsregels in par. 2.4.

699 Het Bpr blijft daarom verder onbesproken. Het bevat geen nieuwe eisen ten opzichte van het Bupw.

700 Art. 38a, lid 2, sub a, Bgfo (voor beheerders van icbe's), art. 38e, lid 2, sub a, Bgfo (voor beleggingsondernemingen) en art. 38f, lid 1, sub (voor beleggingsondernemingen die individueel vermogensbeheer uitbesteden). Voor pensioenfondsen die het vermogensbeheer uitbesteden ligt het te meer voor de hand dat zij een vergunde vermogensbeheerder aanzoeken, nu diezelfde eis geldt voor beleggingsondernemingen en icbe's die werkzaamheden met betrekking tot vermogensbeheer uitbesteden.

701 Art. 38e, lid 2, sub j, Bgfo (voor beleggingsondernemingen).

702 Art. 38, lid 1, sub a, Bgfo (voor beheerders en bewaarders van beleggingsinstellingen) en art. 38l Bgfo (voor premiepensioeninstellingen en pensioenbewaarders).

Ten slotte zal het pensioenfonds zich ervan moeten vergewissen dat de handelwijzen van de vermogensbeheerder in overeenstemming zijn met het interne beleid van het fonds. Het gaat dan bijvoorbeeld om beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen, compliance-beleid, autorisaties, limietstellingen en limietbewaking en integriteitsbeleid.

#### 5.7.4 *Onderhandelingen*

Op basis van de evaluatie van de offertes en de uitkomsten van het due diligence-onderzoek, nodigt het pensioenfonds enkele vermogensbeheerders uit om te onderhandelen over de voorwaarden van een overeenkomst. Het is van belang dat minimaal twee vermogensbeheerders worden uitgenodigd. De concurrentiële druk zorgt ook in de onderhandelingsfase voor gunstigere voorwaarden, terwijl exclusieve onderhandelingen niet tot tijdwinst leiden.<sup>703</sup>

Wanneer bij de offerte-aanvraag een term sheet is gebruikt, is eenvoudig vast te stellen waar de wensen van het pensioenfonds en het bod van de vermogensbeheerder nog uit elkaar liggen. Voor die verschillen moeten in de onderhandelingsfase oplossingen worden gezocht.

#### 5.7.5 *Keuze en vastlegging van de gronden voor de keuze*

Het proces van voorselectie, offerte-aanvraag, *due diligence*-onderzoek en onderhandelingen leidt uiteindelijk tot een keuze voor een specifieke dienstverlener. Het fonds moet de afwegingen vastleggen op grond waarvan het zijn keuze heeft gemaakt.<sup>704</sup> De verplichting tot vastlegging is vooral opgelegd met het oog op verantwoording aan de toezichthouder.<sup>705</sup> Het maakt het voor het fonds niettemin ook makkelijker om het functioneren van zijn dienstverlener na enige tijd te evalueren.

### 5.8 **De overeenkomst**

Het resultaat van de onderhandelingen moet in een schriftelijke overeenkomst worden neergelegd.<sup>706</sup> Een schriftelijke overeenkomst helpt bij het voorkomen van onduidelijkheden over de inhoud van de afspraken tussen

---

703 Moerel & Van Reeken 2009, p. 71.

704 Art. 14, lid 3, Bupw.

705 Stb. 2014, 569, p. 24.

706 Art. 13, lid 1, Bupw.



partijen en bewijsproblemen over die inhoud indien een rechtsgang nodig is. Door schriftelijke vastlegging blijft het pensioenfonds beter “in control”.<sup>707</sup>

#### 5.8.1 *De civielrechtelijke aard van de overeenkomst*

De uitbestedingsregels zijn publiekrechtelijk van aard. Ze zijn immers opgenomen in de Pensioenwet en de Wft. De uitbestedingsovereenkomst die een uitbestedende en een dienstverlenende onderneming met elkaar sluiten, is echter civielrechtelijk van aard. Het is ook daar, in die civielrechtelijke verhouding, waar de uitbesteder een belangrijk deel van de “control” moet organiseren en, zo nodig, afdwingen.

Een uitbestedingsovereenkomst is in Nederlandse verhoudingen nagenoeg altijd een overeenkomst van opdracht.<sup>708</sup> In internationale verhoudingen kan op de uitbestedingsovereenkomst ook een ander recht dan Nederlands recht van toepassing zijn.<sup>709</sup> Dat kan, naar dat recht, ook tot andere kwalificaties van de uitbestedingsovereenkomst leiden. Ik zal in principe uitgaan van de toepasselijkheid van Nederlands recht.

Een vermogensbeheerovereenkomst is naar Nederlands recht een gemengde overeenkomst. Zowel de bepalingen inzake overeenkomst van opdracht als die inzake lastgeving zijn van toepassing.<sup>710</sup> De bepalingen in het Burgerlijk Wetboek zijn over het algemeen van regelend recht.

---

707 Voor de meeste financiële ondernemingen is het schriftelijkheidsvereiste bij uitbesteding opgenomen. Zie art. 31, lid 1, Bpr (voor DNB-vergunde instellingen), art. 38, lid 3, Bgfo (voor beheerders en bewaarders van beleggingsinstellingen), art. 38e, lid 1, Bgfo (voor beleggingsondernemingen). Voor andere financiële ondernemingen, zoals bemiddelaars vloeit naar mijn mening een schriftelijkheidsvereiste voort uit de eis om “in control” te blijven. Een uitzondering op het schriftelijkheidsvereiste bestaat voor groepsuitbesteding door DNB-vergunde instellingen (art. 32 Bpr). Daarover – terecht – kritisch: Joosen 2009, p. 502.

708 Zie par. 2.5.2.

709 Zie par. 5.9.2.

710 De overeenkomst van opdracht is geregeld in art. 7:400-7:413 BW. In een overeenkomst van opdracht verbindt de opdrachtnemer zich jegens zijn opdrachtgever om, anders dan op grond van een arbeidsovereenkomst, werkzaamheden te verrichten die in iets anders bestaan dat 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 (art. 7:400, lid 1, BW). De overeenkomst van lastgeving is een bijzondere vorm van opdracht, waarbij de lasthebber zich jegens de lastgever verbindt om voor rekening van die lastgever een of meer rechtshandelingen te verrichten (art. 7:414, lid 1, BW). De overeenkomst van lastgeving is geregeld in art. 7:414-7:424 BW.

Van deze bepalingen kan in beginsel bij overeenkomst worden afgeweken.<sup>711</sup> Van dwingendrechtelijke bepalingen bij of krachtens de Pensioenwet kan het fonds (natuurlijk) niet afwijken.<sup>712</sup> Zo bevat het Bupw dwingend een verplichting om een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen op te nemen.<sup>713</sup> Ook moet het pensioenfonds adequate rapportage-afspraken opnemen in de overeenkomst.<sup>714</sup> De aanwijzingsbevoegdheid en de informatieplicht uit het Burgerlijk Wetboek zijn daarentegen van regeland recht.<sup>715</sup>

Van belang is nog de zorgplicht van een goed opdrachtnemer of, algemener, die van een zorgvuldig schuldenaar.<sup>716</sup> De opdrachtnemer moet zich “als goed huisvader” en als “redelijk bekwaam en redelijk handelend beroepsbeoefenaar” gedragen. Professionele dienstverleners, zoals vermogensbeheerders, moeten instaan voor in ieder geval een bepaalde kwaliteit van hun werk.<sup>717</sup>

Er bestaat een uitgebreide jurisprudentie over de zorgplicht van vermogensbeheerders jegens particulieren.<sup>718</sup> De kern van de zaak is dat de financiële onderneming in de onderlinge verhouding met de particulier, als “bij uitstek deskundige partij” heeft te gelden en dat daarom op hem een “bijzondere zorgplicht” rust.<sup>719</sup> Over de zorgplicht van een vermogensbeheerder jegens professionele beleggers, zoals pensioenfonds, heeft de Hoge Raad zich nog niet uitgelaten. Jegens zulke professionele dienstverleners reikt de zorgplicht in ieder geval minder ver. In de onderlinge verhouding jegens een professionele cliënt is de vermogensbeheerder

---

711 Art. 7:400, lid 2, BW: afwijking is niet mogelijk wanneer dit voortvloeit uit de wet, de inhoud of aard van de overeenkomst van opdracht of van een andere rechtshandeling, of de gewoonte.

712 Zo bevat het Bupw dwingend een verplichting om een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen op te nemen (art. 13, lid 2, sub e, Bupw). Ook moet het pensioenfonds adequate rapportage-afspraken opnemen in de overeenkomst (art. 14, lid 4, Bupw. Zie ook Stb. 2014, 569, p. 23). De aanwijzingsbevoegdheid en de informatieplicht uit art. 7:402 BW en art. 7:403 BW zijn daarentegen van regeland recht.

713 Art. 13, lid 2, sub e, Bupw.

714 Art. 14, lid 4, Bupw. Zie ook de toelichting op art. 13, lid 2, sub b, Bupw (Stb. 2014, 569, p. 23).

715 Art. 7:402 en 7:403 BW.

716 De zorgplicht van een goed opdrachtnemer is vastgelegd in art. 7:401 BW, die van een zorgvuldig schuldenaar in art. 6:27 BW. Zie ook Asser/Tjong Tjin Tai 7-VI 2014, nr. 93.

717 Zie Asser/Tjong Tjin Tai 7-VI 2014, nr. 93.

718 Zie Busch 2014, p. 73-75.

719 Zie: HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192, m.nt. Van Zeben (Rabobank/Everaars) en HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660, m.nt. Van Zeben (Rabobank/Van de Klundert).

immers niet meer “de bij uitstek deskundige partij”. Toch mag men aannemen dat de vermogensbeheerder in veel gevallen deskundiger is dan zijn cliënt. Desalniettemin mag de vermogensbeheerder op zijn beurt verwachten dat een professionele belegger, door zijn activiteiten, over een zodanige deskundigheid beschikt, dat hij zich zelfstandig een oordeel kan vormen omtrent de beleggingen.<sup>720</sup> Deze aanpak, waarbij de zorgplicht jegens niet-professionele beleggers verder gaat dan die jegens professionele beleggers, wordt ook gevolgd in de MiFID.<sup>721</sup>

De zorgplicht van een vermogensbeheerder is in grote mate ingevuld in de Wft, op grond van de bepalingen in de MiFID. Deze publiekrechtelijke bepalingen werken door in de civiele zorgplicht van de vermogensbeheerder.<sup>722</sup> Volledig ingevuld is die zorgplicht niet: ook de MiFID voorziet met een “loyaliteitsverplichting” in een open norm.<sup>723</sup>

Om bij een uitbesteding “in control” te zijn, kan een pensioenfonds er niet mee volstaan te vertrouwen op de zorgplicht die op zijn vermogensbeheerder rust. De zorgplicht ziet (enkel) op een minimale verplichting van de vermogensbeheerder. Het pensioenfonds kan behoefte hebben aan een verdergaande inspanning van zijn dienstverlener. Het staat hem vrij om die verdergaande inspanning te bedingen.<sup>724</sup> Belangrijker is dat de open norm “zorgplicht” een wel erg zwakke basis is om van “control” te spreken. Hoe preciezer de verplichtingen voor de vermogensbeheerder worden ingevuld, hoe meer “control” het pensioenfonds verwerft. Bovendien ziet de zorgplicht enkel op de uitvoering van de werkzaamheden waarop de overeenkomst ziet. Andere afspraken die men in een overeenkomst pleegt op te nemen, zoals aansprakelijkheid en opzeggingsbevoegdheden, dekt de zorgplicht niet of niet volledig.<sup>725</sup>

---

720 Deze bewoording is, geparafraseerd, ontleend aan Van Dijk 2004, p. 43. Zie voorts ook: Rutten 2012; Kortmann & Maatman 2005, p. 315-316; Van der Korst 2003, p. 658-660; Raaijmakers 2003, p. 13-32.

721 Overweging 31, MiFID. Dit principe is vervolgens op tal van plaatsen uitgewerkt in zowel de MiFID als de Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

722 Doorwerking kan plaatsvinden via de open normen in het privaatrecht, maar ook doordat een schending van publiekrechtelijke regels een handeling in strijd met een wettelijke plicht is die een onrechtmatige daad kan opleveren. Zie verder: Van Eersel 2014; Cortenraad 2012; Cherednychenko 2012; Bierens 2012; Cherednychenko 2010; Van Baalen 2010, p. 1019.

723 Art. 19, lid 1, MiFID.

724 Zie par. 4.4.

725 Het bestaan van een zorgplicht creëert uit zichzelf een aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder voor de eventuele niet-nakoming ervan. Het is echter ook gebruikelijk dat de omvang van de aansprakelijkheid wordt beperkt. Zie par. 5.17.

### 5.8.2 De inhoud van de overeenkomst

Het is zaak om een overeenkomst op te stellen die zo volledig mogelijk is. Daarmee doel ik enerzijds op vastlegging van afspraken die specifiek zijn voor de uitbestede taak. Bij vermogensbeheer gaat het bijvoorbeeld om vastlegging van het beleggingsdoel, toegestane beleggingscategorieën, het gebruik van uitsluitingslijsten,<sup>726</sup> risicobegrenzings, als ook alle andere grenzen die de ruimte bepalen waarbinnen de vermogensbeheerder vrij is om zijn professionele kennis en vaardigheden in te zetten voor een optimaal resultaat. Ik doel ook op alle afspraken die niet specifiek zijn voor de uitbestede taak, zoals afspraken omtrent rapportages, instructies, aansprakelijkheid en beëindiging van de overeenkomst.<sup>727</sup>

De inhoud van de uitbestedingsovereenkomst wordt tot op zekere hoogte voorgeschreven.<sup>728</sup> Specifiek voor pensioenfondsen die (onderdelen van) het vermogensbeheer uitbesteden, is echter bepaald dat de afspraken “sluitend” moeten zijn.<sup>729</sup> Het is niet helemaal duidelijk wat onder “sluitend” moet worden verstaan. De toelichting op de bepaling bevat een lange opsomming van afspraken die moeten worden opgenomen.<sup>730</sup> Het zou evenwel naïef zijn te veronderstellen dat contractspartijen alle

---

726 Zie par. 3.6.9.2.

727 Tegenwoordig bepaalt ook art. 13, lid 2, sub b, Bupw dat bij uitbesteding van vermogensbeheer, de uitbestedingsovereenkomst moet voorzien in “sluitende afspraken”. Geen pensioenfondsbestuurder beschikt over een glazen bol. Het leerstuk van de “imprévision” toont aan dat dat niet alleen voor pensioenfondsbestuurders geldt. Werkelijk sluitende afspraken, die elke denkbare situatie dekken, zijn daarom niet reëel. Vergelijk ook Van der Meer-Kooistra & Vosselman 2009, p. 303. Het voorschrift moet daarom worden uitgelegd als “redelijkerwijs zo volledig mogelijk”. Het is niet duidelijk waarom dit voorschrift is beperkt tot overeenkomsten met betrekking tot vermogensbeheer. Ook andere uitbestedingsovereenkomsten moeten zo volledig mogelijk zijn.

728 Met name art. 13 Bupw bevat verplichtingen ten aanzien van de inhoud van de overeenkomst.

729 Art. 13, lid 2, sub b, Bupw.

730 In de toelichting wordt genoemd dat: het beleggingsmandaat eenduidig moet zijn, in lijn met het uitbestedingsbeleid van het fonds, de operationele vrijheidsgraden van de vermogensbeheerder moet bepalen, een effectieve begrenzing van (actieve) risico's moet waarborgen, moet aansluiten op het beleggingsplan, en dat de vermogensbeheerovereenkomst afspraken moet bevatten ten aanzien van waardering, aansprakelijkheid, de invulling van de contracten die de vermogensbeheerder voor rekening van het fonds sluit, de informatie-uitwisseling, rapportages, prestatiecriteria, evaluaties en controlerechten voor auditors, actuarissen en accountants (Stb. 2014, 569, p. 23-24).

mogelijke (on)denkbare toekomstscenario's kunnen voorzien. Een redelijke wetsuitleg brengt volgens mij mee dat het pensioenfonds zich moet inspannen om een overeenkomst op te stellen die (redelijkerwijs) zo volledig mogelijk is.

Hoewel dat niet expliciet is bepaald, moet een pensioenfonds die inspanning ook leveren als het andere activiteiten dan vermogensbeheer uitbestedt. Sterker nog: elke uitbestedende onderneming, ongeacht in welke sector ze actief is en ongeacht welke activiteit ze uitbestedt, moet zich die inspanning getroosten. Een uitbestedende onderneming die dat niet doet, loopt immers een voorzienbaar risico in een situatie te geraken waarin het niet meer "in control" is.

Hoewel ten aanzien van verschillende onderwerpen is bepaald dat het uitbestedende pensioenfonds daarover afspraken moet maken, staat de inhoud van die te maken afspraken niet vast. In de volgende paragrafen ga ik in op een aantal van de meest voorkomende onderwerpen. Ik ga daarbij niet in op onderwerpen die specifiek zijn voor (uitbesteding van) vermogensbeheer, zoals het maximaal toegestane risiconiveau in de portefeuille. Uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen hanteer ik weliswaar als doorlopend voorbeeld. Het onderwerp van dit onderzoek is algemener: uitbesteding in de financiële sector.

In de praktijk blijkt het soms lastig om verplichte bedingen in de uitbestedingsovereenkomst op te nemen. Het gaat met name om de verplichte bedingen ten gunste van de toezichthouder.<sup>731</sup> Dienstverleners hebben niet altijd zin om zich in de keuken te laten kijken. Ook het voorgeschreven beding dat de dienstverlener het pensioenfonds blijvend in staat stelt om aan de pensioenregelgeving te voldoen<sup>732</sup> en de bevoegdheid voor het pensioenfonds om aanwijzingen te geven,<sup>733</sup> stuiten vanwege de ongelimiteerde formulering in het Bupw, in de praktijk op weerstand. Er lijkt vooral sprake te zijn van koudwatervrees. Ook voor kleinere pensioenfondsen lijken zulke bedingen uit te onderhandelen. Het helpt wel als de dienstverlener al ervaring heeft met zulke bedingen bij grotere cliënten.

---

731 Dat zijn het beding dat de dienstverlener informatie rechtstreeks aan de toezichthouder ter beschikking stelt waar deze ter uitvoering van zijn wettelijke taak om vraagt (art. 13, lid 2, sub d, Bupw) en het beding dat de toezichthouder de mogelijkheid krijgt om een onderzoek ter plaatse van de dienstverlener te doen of te laten doen (art. 13, lid 2, sub g, Bupw). Op deze bedingen ga ik in in par. 6.6.2.3 en 6.6.2.4.

732 Art. 13, lid 2, sub f, Bupw.

733 Art. 13, lid 2, sub e, Bupw.

## 5.9 Rechtskeuze en forumkeuze

### 5.9.1 Inleiding

In de volgende paragrafen zal ik ervan uitgaan dat op de vermogensbeheerovereenkomst Nederlands recht van toepassing en de Nederlandse rechter bevoegd is. Dat is niet vanzelfsprekend.

In een uitbesteding van een Nederlands pensioenfonds aan een Nederlandse vermogensbeheerder is automatisch Nederlands recht van toepassing. De partijen hebben daarin geen keuze.<sup>734</sup> Wel kunnen zij nog een beperkte forumkeuze maken. Waar op grond van de regels van burgerlijk procesrecht bijvoorbeeld de Rechtbank in Amsterdam bevoegd zou zijn, kunnen zij kiezen voor de rechtbank in Rotterdam.<sup>735</sup> Ook kunnen zij als forum kiezen voor een alternatieve vorm van geschilbeslechting in plaats van een gerechtelijke procedure.<sup>736</sup>

In de praktijk is er echter vaak sprake van een internationale rechtsverhouding. Op de Nederlandse markt zijn niet enkel Nederlandse vermogensbeheerders actief, maar ook veel buitenlandse, met name uit Groot-Brittannië en de Verenigde Staten. In zulke internationale rechtsverhoudingen kunnen de partijen zowel een rechtskeuze als forumkeuze maken. Ze zijn in deze keuzes niet beperkt tot de landen waar zij zijn gevestigd. Een Nederlands pensioenfonds en zijn Britse vermogensbeheerder kunnen bijvoorbeeld kiezen voor toepassing van New Yorks recht en bevoegdverklaring van de Brusselse rechter. Als alternatief voor de rechter kunnen zij als forum ook kiezen voor bijvoorbeeld het Hof van Arbitrage van de International Chamber of Commerce.

### 5.9.2 Rechtskeuze

Als de partijen geen rechtskeuze maken, dan wordt de overeenkomst beheerst door het recht van het land waarmee zij het nauwst is verbonden. Dat wordt vermoed het land te zijn waar die partij is gevestigd die de kenmerkende prestatie verricht. Bij dienstverleningsovereenkomsten is

---

734 Dit volgt uit het soevereiniteitsbeginsel. Zie art. 1, lid 1, Rome I-verordening.

735 Art. 108, lid 1, Rv. Bij vorderingen die ten hoogste 25.000 euro bedragen, moet de beperkte forumkeuze worden gemaakt ná het ontstaan van het geschil (art. 108, lid 2, Rv).

736 De bekendste alternatieve vormen van geschillenbeslechting zijn arbitrage, bindend advies en mediation. Zie verder Klaassen 2011; Ernste 2012; en Van Ginkel 2013.

dat het land waar de dienstverlener is gevestigd.<sup>737</sup> Dat is ook het geval bij overeenkomsten van vermogensbeheer.<sup>738</sup>

Het pensioenfonds moet er evenwel voor zorgen dat zijn vermogensbeheerder de bij of krachtens de (Nederlandse) Pensioenwet gestelde regels naleeft.<sup>739</sup> Het gaat daarbij niet enkel om de specifieke regels uit het Bupw. Die eisen zijn eenvoudig toe te voegen aan een modelovereenkomst waarop bijvoorbeeld Engels recht van toepassing is. Van belang is dat het pensioenfonds “in control” blijft over zijn uitbestede werkzaamheden. Dat vergt een zeker inzicht in de gevolgen van contractuele afspraken. Bij toepasselijkheid van vreemd recht kan dat lastig zijn. Zo hebben juridische termen in Anglo-Amerikaanse rechtsstelsels vaak een specifieke betekenis die zich niet één op één laat vertalen naar Nederlandse begrippen.<sup>740</sup> Voor een Nederlandse onderneming (en haar Nederlandse juristen) zijn de juridische gevolgen beter te voorspellen wanneer de contractuele afspraken zijn onderworpen aan Nederlands recht dan wanneer zij zijn onderworpen aan vreemd recht.

Is niettemin op de uitbestedingsovereenkomst vreemd recht van toepassing, dan moet het pensioenfonds afdoende afspraken opnemen om de naleving van de prudent person-regel en de uitbestedingsregels te verzekeren. Heeft het dat niet gedaan, dan kan het pensioenfonds er niet op vertrouwen dat de rechter deze voorschriften niettemin zal toepassen door ze als voorrangregels te bestempelen. Voorrangregels heten in de wettelijke terminologie “bepalingen van bijzonder dwingend recht”.<sup>741</sup> Voorrangregels moeten worden toegepast, ook als een ander recht de overeenkomst beheerst.<sup>742</sup> Naar mijn mening zijn de prudent person-regel en de uitbestedingsregels geen voorrangregels, althans niet in de verhouding tussen het pensioenfonds en zijn dienstverlener. De prudent person-regel en de uitbestedingsregels zijn verplichtingen die op het pensioenfonds rusten in zijn verhouding tot de toezichthouder en

737 Art. 4, leden 1-3, Rome I-Verordening en in het bijzonder art. 4, lid 1, sub b, Rome I-Verordening.

738 Die conclusie trok ook de wetgever (Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 24).

739 Art. 34, lid 1, Pw en art. 13, lid 2, sub f, Bupw. Zie ook Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 24.

740 Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 102-103 en Drion 1999.

741 Art. 10:7, lid 1, BW. Het betreft “bepalingen aan de inachtneming waarvan een staat zoveel belang hecht voor de handhaving van zijn openbare belangen, zoals zijn politieke, sociale of economische organisatie, dat zij moeten worden toegepast op elk geval dat onder de werkingssfeer ervan valt, ongeacht welk recht overigens van toepassing is” (art. 10:7, lid 1, BW). Zie verder: Strikwerda 2012, p. 63-70 en Asser/Vonken 10-I 2013, nr. 472-524.

742 Art. 10:7, lid 2, BW.

met het oog op de belangen van de begunstigden.<sup>743</sup> In een zuiver nationale context met een Nederlands pensioenfonds en een Nederlandse dienstverlener zijn dit verplichtingen die enkel op het pensioenfonds rusten. Zij rusten niet op de dienstverlener.<sup>744</sup> In een internationale context wordt dit niet anders.

### 5.9.3 *Forumkeuze*

Is gekozen voor Nederlands recht, dan ligt het ook voor de hand om de Nederlandse rechter bevoegd te verklaren. Hij is immers meer vertrouwd met de uitleg van dit recht dan een buitenlandse rechter.

Is toch voor vreemd recht gekozen, dan nog verdient het de voorkeur de Nederlandse rechter bevoegd te maken. Het risico dat een rechter aan een contractsbepaling een uitleg geeft die in de Nederlandse context verrassend is te noemen, is bij een Nederlandse rechter vermoedelijk kleiner dan bij een buitenlandse rechter. Bovendien bestaat de kans dat een rechter delen van het Nederlandse pensioenrecht als voorrangswet bestempelt.<sup>745</sup> Een buitenlandse rechter is vermoedelijk minder snel dan zijn Nederlandse collega geneigd om Nederlandse pensioenregels (waar hij niet bekend mee is) als voorrangswet te bestempelen.<sup>746</sup>

Overigens kan het in internationale rechtsverhoudingen praktischer zijn om voor arbitrage in Nederland te kiezen in plaats van voor een Nederlandse rechter. Zowel de Nederlandse rechter als de Nederlandse arbiter zijn meer vertrouwd met de uitleg van het Nederlandse recht. Beide zullen eerder dan hun buitenlandse collega's geneigd zijn om Nederlandse pensioenregels als voorrangswet te bestempelen. Nederlandse rechterlijke vonnissen worden echter niet altijd in het buitenland erkend. Zo bestaat tussen Nederland en de Verenigde Staten geen verdrag over de erkenning van elkaars burgerrechtelijke vonnissen. Een

---

743 De begunstigden kunnen aan de prudent person-regel en de uitbestedingsregels geen afdwingbare rechten ontlenuen. Zie par. 7.3 en 7.4.

744 Integendeel: de wetgever heeft er (bij de Pensioenwet) welbewust van afgezien om de dienstverlener onder rechtstreeks toezicht te plaatsen (Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 158). Het is aan het pensioenfonds om de nodige afspraken te maken met zijn dienstverlener om de naleving van deze verplichtingen te waarborgen.

745 Zie par. 5.9.2. Ik betoog daar overigens ook dat de uitbestedingsregels en de prudent person-regel géén voorrangswet zijn in de verhouding tussen het pensioenfonds en zijn dienstverlener.

746 Zo ook Verbunt & Siemers 2011.



veroordelend vonnis van de Nederlandse rechter kan daarom niet zomaar in de Verenigde Staten ten uitvoer kan worden gelegd. De procedure moet in de Verenigde Staten worden overgedaan. Dat leidt tot extra kosten en vertraging en geeft mogelijk ook een andere uitkomst. De Verenigde Staten erkennen echter wel Nederlandse arbitragevonnissen.<sup>747</sup>

#### *5.9.4 De haalbaarheid van een rechts- en een forumkeuze*

In het verleden bleek het soms lastig om in een overeenkomst met een buitenlandse vermogensbeheerder een forumkeuze voor een Nederlandse rechter en een rechtskeuze voor Nederlands recht te maken.<sup>748</sup> Sommigen wijten het aan gebrek aan zelfverzekerdheid over de eigen onderhandelingspositie van het pensioenfonds.<sup>749</sup> Het blijkt in de praktijk thans niet (meer) onhaalbaar, ook niet voor kleinere pensioenfondsen, om een “Nederlandse” forum- en rechtskeuze te bedingen.<sup>750</sup>

### **5.10 De taakopdracht**

#### *5.10.1 De uitbestedingsparadox*

De vermogensbeheerder heeft een zekere vrijheid van handelen.<sup>751</sup> Zijn handelingsvrijheid wordt evenwel enigszins beperkt. De eerste beperking ligt in de op hem rustende civielrechtelijke zorgplicht van een goed opdrachtnemer.<sup>752</sup> Hij heeft te handelen zoals een redelijk bekwame en

---

747 De Verenigde Staten en Nederland zijn namelijk beide partij bij de Conventie van New York.

748 Busch 2011, onder nr. 1.

749 Verbunt & Siemers 2011, p. 10, voetnoot 14.

750 Zie bijv. Rb Amsterdam 23 december 2009, JOR 2010/110, m.nt. Van Setten AA 2011/5, m.nt. Busch (OPG/State Street). In de vermogensbeheerovereenkomst tussen pensioenfonds OPG (met een belegd vermogen van ca. 200 miljoen euro) en State Street global advisers UK waren een rechtskeuze voor Nederlands recht en een forumkeuze voor de Rechtbank Amsterdam gemaakt.

751 Dat komt ook tot uitdrukking in de woorden “op discretionaire basis” in de definitie van “beheren van een individueel vermogen” (art. 1:1 Wft) en de ook wel gebruikte term “vrije-handsvermogensbeheer” (zie Grundmann-van de Krol 2012, p. 115-116).

752 Art. 7:401 BW.

redelijk handelende vakgenoot te werk zou gaan.<sup>753</sup> Zijn handelingsvrijheid wordt verder beperkt door de op vermogensbeheerders rustende toezichtrechtelijke gedragsregels.<sup>754</sup>

De vermogensbeheerder houdt desondanks een aanzienlijke handelingsvrijheid over. Immers, noch de civielrechtelijke zorgplicht, noch de gedragsregels geven precieze voorschriften hoe hij beleggingen moet selecteren of welke hij moet aan- of verkopen.<sup>755</sup> Dat zijn beslissingen waar zijn bijzondere expertise een rol speelt. Die expertise is ook de reden waarom de vermogensbeheerder is aangesteld. Hij wordt verondersteld over bijzondere professionele kennis en vaardigheden te beschikken die hem in staat stellen om betere resultaten te behalen op de portefeuille. Daartoe moet het fonds hem ook de nodige handelingsvrijheid laten.

Die handelingsvrijheid van de vermogensbeheerder staat echter op gespannen voet met de verplichting voor het fonds om “in control” te zijn. Zou het fonds zijn vermogensbeheerder volledig de vrije hand geven, dan is het eenvoudig “out of control”.

Om “in control” te blijven, moet het pensioenfonds bemoeienis houden met de wijze waarop zijn vermogensbeheerder de uitbestede werkzaamheden uitvoert. Het fonds kan er niet mee volstaan te vertrouwen op de zorgplicht en gedragsregels die op zijn vermogensbeheerder rusten. Wil het *maximale* beheersing, dan moet het zo nauwkeurig mogelijk zijn vermogensbeheerder voorschrijven welke (individuele) beleggingen aan te kopen of af te stoten, op welk moment en op welk handelsplatform.

Hier tekent zich de uitbestedingsparadox af. Om zich niet aan de goden of zijn vermogensbeheerder uit te leveren, moet het fonds regie houden over de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden. Hoe meer het

---

753 Het is vaste jurisprudentie dat de zorgplicht van een goed opdrachtnemer wordt ingevuld met de maatstaf van de redelijk bekwame en redelijk handelende beroepsgenoot (zie Tjong Tjin Tai 2006, p. 176 met vele verwijzingen naar jurisprudentie). Zie ook bijv.: HR 11 juli 2008, JOR 2008/272, m.nt. Voerman (Fortis/Van Haeren); HR 24 december 2010, JOR 2011/54, m.nt. Pijls, NJ 2011/251, m.nt. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje).

754 Er bestaat in de literatuur discussie of de civielrechtelijke zorgplicht van de vermogensbeheerder véder kan reiken dan de (gedrags)voorschriften uit de MiFID. Ik meen van niet en ook dat dat geen probleem is (zie par. 4.3).

755 Een vermogensbeheerder is wel verplicht over een beleid te beschikken dat beschrijft hoe hij het handelsplatform selecteert waar hij een order laat uitvoeren (art. 4:90-4:90c Wft). Dit heet het orderuitvoeringsbeleid. Het beschrijft – kort gezegd – hoe hij het handelsplatform selecteert waar hij een order laat uitvoeren. De wet verplicht om een aantal keuze- en wegingsfactoren mee te nemen. Dit laat onverlet dat een vermogensbeheerder bij (het opstellen van zijn beleid inzake) de orderuitvoering nog steeds een zekere vrijheid heeft. Zie verder Grundmann-Van de Krol 2012, p. 634-645.

fonds echter de “control” over het vermogensbeheer naar zich toetrekt, hoe meer het zijn vermogensbeheerder belemmert om ten volle zijn professionele kennis en vaardigheden te benutten. Het ondergraaft daarmee de ratio van de uitbesteding. Die superieure kennis en vaardigheden van de vermogensbeheerder vormen immers de reden om hem in de arm te nemen.<sup>756</sup>

Het uitbestedende pensioenfonds moet dan ook laveren tussen Scylla en Charybdis. In de praktijk gebeurt dit door grenzen te stellen aan de risico’s die de vermogensbeheerder mag nemen en een beleggingsstijl af te spreken.<sup>757</sup> Dit laat wel vrijheid aan de vermogensbeheerder om zijn expertise te gebruiken bij zijn werkzaamheden, maar geeft tegelijkertijd ook richting aan en grenzen voor zijn handelen. In combinatie met aanvullende maatregelen,<sup>758</sup> houdt het pensioenfonds echter wel grip op het beleggingsproces.

Om daadwerkelijk richting te geven aan het handelen van dienstverlener en grenzen te stellen die noch te ruim, noch te strak zijn, is het noodzakelijk dat a) het beleggingsbeleid zelf kwalitatief goed is en b) het geformuleerde beleggingsdoel en de vastgestelde risicobegrenzingsen goed aansluiten bij het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Onderzoek van DNB laat echter zien dat het op beide punten vaak mis gaat.<sup>759</sup>

#### *5.10.2 Het beleggingsbeleid als startpunt*

Het strategische beleggingsbeleid is het logische startpunt bij uitbesteding van vermogensbeheer. Het mandaat van de vermogensbeheerder is een afgeleide van het strategische beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Het beleggingsbeleid moet daarom niet alleen deugdelijk zijn,<sup>760</sup> maar ook voldoende uitgewerkt. Onduidelijkheden in het beleggingsbeleid leiden automatisch tot onduidelijkheden in het mandaat.

---

756 Zie bijv.: Vitasek & Ledyard 2009; Windrum, Reinstaller & Bull 2009, p. 197-229; Mani, Barua & Whinston 2005, p. 109-122 en Rouse 2009, p. 129-146. Ook hier blijkt weer dat de literatuur met betrekking tot uitbesteding sterk op de IT-sector is gericht.

757 Zie par. 5.10.3.1.

758 Aanvullende maatregelen moeten ervoor zorgen dat het pensioenfonds inzicht heeft in het beleggingsproces en de beleggingsportefeuille en desgewenst kan bijsturen. Daar gaat dit hoofdstuk over.

759 DNB beleggingsonderzoek 2009; DNB Beleggingsonderzoek 2010; DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013. Zie ook Commissie Frijns 2010, p. 41-47.

760 Zie daarvoor hoofdstuk 3.

In het beleggingsbeleid kan bijvoorbeeld zijn bepaald dat een zeker percentage van de portefeuille wordt belegd in “alternatieve beleggingen”. Alternatieve beleggingen vormen echter een beleggingscategorie met zeer uiteenlopende beleggingsmogelijkheden. De risicoprofielen van “alternatieve” beleggingen en de daarachter liggende “risk drivers” zijn zeer divers. Een formulering als “alternatieve beleggingen” maakt mogelijk dat dit deel van de portefeuille risicomijdend wordt ingevuld of juist zeer risicovol en toch binnen de ruimte van de beleggingsstrategie blijft.<sup>761</sup> Dit beleggingsbeleid zou op dit punt verduidelijking behoeven. Hoe beter het beleggingsbeleid is uitgewerkt, hoe makkelijker het wordt om het mandaat van de vermogensbeheerder in te vullen.<sup>762</sup>

### 5.10.3 De vertaling naar de taakopdracht

#### 5.10.3.1 Risicobegrenzungen

Uitgaande van een deugdelijk en voldoende uitgewerkt beleggingsbeleid, kan het mandaat van de vermogensbeheerder worden opgesteld. Ook hier geldt weer dat het belangrijk is dat het mandaat eenduidig is en goed wordt uitgewerkt.

Een deugdelijk beleggingsbeleid dat voldoet aan de prudent person-regel, bevat een afweging tussen verwacht rendement en risico's. Het ligt voor de hand dat deze afweging ook in het mandaat terug moet komen.<sup>763</sup> Een afgewogen mandaat voorziet ook in behoorlijke risicobeheersing.

De risico's kunnen langs verschillende wegen worden ingedamd. Op de eerste plaats kan het fonds kwantitatieve beperkingen voorschrijven aan zijn vermogensbeheerder. Het fonds heeft bij het opstellen van zijn beleggingsbeleid bepaald welke risico's het daarbij wil lopen en in hoeverre het bepaalde risico's wil afdekken. Men denke bijvoorbeeld aan het concentratierisico, de verstrekking van onderpand en natuurlijk het gewone beleggingsrisico. Dit gebeurt vaak door het opstellen van risicobudgetten.<sup>764</sup> Daarnaast zijn sommige kwantitatieve beperkingen een

---

761 Dit voorbeeld ontleen ik aan Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013, p. 27.

762 Zie verder hoofdstuk 3 over eisen aan het beleggingsbeleid.

763 Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is nogal eens eenzijdig rendementsgedreven (DNB-Beleggingsonderzoek 2009, p. 7; DNB Kwartaalbericht december 2009, p. 38).

764 Het risicobudget voor beleggingsrisico wordt gewoonlijk aangeduid in termen van “tracking error”, Value at Risk (VaR) of een vergelijkbare risicomaatstaf. Daarover meer in par. 3.2.6.

uitvloeisel van de prudent person-regel.<sup>765</sup> Al deze risicobegrenzungen moeten uiteraard terugkomen in het mandaat.<sup>766</sup>

Binnen deze restricties, heeft de vermogensbeheerder nog steeds veel vrijheidsgraden bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Gewoonlijk stelt een pensioenfonds daarom een modelportefeuille vast. De modelportefeuille wordt gebaseerd op de uitkomsten van een ALM-onderzoek.<sup>767</sup> De modelportefeuille staat voor het strategische beleggingsbeleid van het fonds. Het geeft aan hoeveel van het vermogen het in deze of gene beleggingscategorie wil beleggen. Die keuzes hangen samen met de rendementswensen en de "risk appetite" van het pensioenfonds.<sup>768</sup> Het is daarmee van essentieel belang dat de vermogensbeheerder daar niet vanaf wijkt, althans voor zover dat in het beleggingsbeleid zelf niet wordt toegestaan.

Afwijkingen binnen bepaalde bandbreedtes zijn gedeeltelijk onvermijdelijk. Door koersbewegingen wijzigt de verdeling van het vermogen over de diverse beleggingscategorieën vanzelf. Constant bijwerken van de allocatie resulteert vooral in veel transacties en de bijbehorende kosten. Voor het risiconiveau in de portefeuille heeft een geringe afwijking echter nauwelijks betekenis.

Tijdelijk afwijken van de allocatie uit de modelportefeuille kan ook een bewuste, tactische keuze zijn. De vermogensbeheerder verwacht dan dat hij in een bepaalde beleggingscategorie betere rendementen kan

---

765 De prudent person-regel is weliswaar op de eerste plaats een open norm, maar is deels ook nader uitgewerkt. De meest duidelijke kwantitatieve beperking is het voorschrift dat niet meer dan 5% van het vermogen mag worden belegd in de bijdragende onderneming (art. 135, lid 1, sub b, Pw). Er zijn ook minder scherpe kwantitatieve eisen die nog enige verdere interpretatie door het pensioenfonds behoeven. Zo moet het vermogen hoofdzakelijk op geregementeerde markten worden belegd. Beleggingen in derivaten zijn slechts toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Ook moet een bovenmatige afhankelijkheid van een en dezelfde tegenpartij, bepaalde waarden of een bepaalde emittent van waarden, worden vermeden (art. 13 FTK).

766 Zie ook DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013, p. 5-6. Uiteraard moeten deze risico's in lijn zijn met het vastgestelde beleggingsbeleid.

767 Een ALM-onderzoek is niet verplicht, maar wel zeer aanbevelenswaardig. Zie par. 3.6.5.

768 Rendement en risico hangen immers samen met de covariantie in koersbewegingen tussen beleggingscategorieën (zie par. 3.2.1).

behalen. Het betreft hier één vorm van actief vermogensbeheer.<sup>769</sup> Door het afspreken van bandbreedtes voor de allocatie van vermogen over de verschillende beleggingscategorieën wordt voorkomen dat de modelportefeuille – en daarmee het strategische beleggingsbeleid – feitelijk wordt verlaten. De vermogensbeheerder wordt evenwel toch een zekere vrijheid gelaten om een optimaal resultaat te behalen.

Een verdere sturing kan het pensioenfonds bereiken door met de vermogensbeheerder een beleggingsstijl af te spreken. De belangrijkste beleggingsstijlen zijn passief en actief vermogensbeheer. Bij passief vermogensbeheer wordt zo goed mogelijk een voorgeschreven index nagebootst om zo zoveel mogelijk de optimale (deel)marktportfolio na te bootsen. Daarmee wordt gepoogd om zoveel mogelijk de theoretisch optimale (deel)marktportfolio na te bootsen. Bij actief vermogensbeheer wordt van de vermogensbeheerder verwacht dat hij een “outperformance” probeert te behalen. Hij pretendeert dan beter dan “de markt” beleggingen binnen een beleggingscategorie te kunnen selecteren.<sup>770</sup> Een met de vermogensbeheerder afgesproken actieve beleggingsstijl kan verder worden ingevuld door bijvoorbeeld een “grow”- of “value”-strategie af te spreken en afspraken te maken over “short selling”.<sup>771</sup> Ook hier geldt dat de vermogensbeheerder een zekere vrijheid wordt gelaten om een optimaal resultaat te behalen, terwijl het pensioenfonds wel aan “control” wint door een beleggingsstijl af te spreken.

Tot slot kan het fonds in het mandaat een expliciete verwijzing naar de prudent person-regel opnemen. Een verwijzing naar de prudent person-regel zonder aanvullende afspraken te maken, is beslist onvoldoende. Als vangnetbepaling kan het echter geen kwaad.<sup>772</sup>

---

769 Actief vermogensbeheer kent allerlei varianten. In een andere vorm van actief vermogensbeheer wordt niet afgeweken van de allocatie over de beleggingscategorieën, maar van een index die als benchmark fungeert.

770 Zie ook par. 3.2.5.

771 Bij een “grow strategy” wordt gezocht naar ondergewaardeerde beleggingen, zodat snel rendement behaald kan worden. Bij een “value strategy” wordt gezocht naar beleggingen die het op langere termijn goed zullen doen. Het gaat dan typisch om ondernemingen waarvan wordt verwacht dat ze sneller zullen groeien dan het marktgemiddelde. Al deze beleggingsstijlen richten zich op waardestijging van de beleggingen. Die zijn lastig te behalen in een dalende markt. Met “short selling” kan zelfs in een dalende markt rendement worden behaald. Een belegger verkoopt dan financiële instrumenten die hij (nog) niet heeft. Tegen de tijd dat hij moet leveren, koopt hij de financiële instrumenten tegen de (hopelijk gedaalde) prijs in. Het prijsverschil is zijn winst.

772 Het fonds is toch al verplicht om te zorgen dat zijn dienstverlener voldoet aan de op hem rustende verplichtingen (art. 34, lid 1, Pw).

### 5.10.3.2 Aanvullende begrenzingsen

Het is vrij gebruikelijk dat pensioenfondsen uitsluitingslijsten hanteren. Door opneming op een uitsluitingslijst geeft een pensioenfonds aan dat het niet wil handelen met bepaalde personen, in bepaalde ondernemingen of in bepaalde beleggingscategorieën. Soms is er ook sprake van een wettelijk verbod.<sup>773</sup>

### 5.10.3.3 Effectiviteit van de risicobegrenzingsen en duidelijke afspraken

De effectiviteit van de gemaakte afspraken kan op ten minste twee wijzen worden ondermijnd. De afgesproken risicobegrenzingsen sluiten mogelijk niet aan bij de bedoelingsen uit het beleggingsbeleid. Ook kan verschil van interpretatie bestaan over de gemaakte afspraken.

Risicobegrenzingsen kunnen te ruim zijn waardoor het betreffende risico minder wordt beperkt dan bedoeld is.<sup>774</sup> In extreme gevallen houdt de begrenzing effectief zelfs geen begrenzing meer in.<sup>775</sup> Een begrenzing kan ook beperkt effectief zijn, doordat het niet goed begrenst zoals wordt beoogd. In de literatuur wordt het voorbeeld gegeven van een pensioenfonds dat zijn renterisico wil afdekken en daarvoor een “duration” met zijn vermogensbeheerder afspreekt. Daarmee wordt wel het risico van parallele verschuivingsen van de rentecurve afgedekt, maar niet het risico dat de curve van vorm verandert.<sup>776</sup>

---

<sup>773</sup> Zie par. 3.6.9.2.

<sup>774</sup> Commissie Frijs 2010, p. 42-43.

<sup>775</sup> DNB Beleggingsonderzoek 2009, p. 5.

<sup>776</sup> Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013, p. 4. Zie ook: DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013, p. 6.

Het voorbeeld is tamelijk (financieel)technisch. Het renterisico van pensioenfondsens ontstaat doordat de verplichtingsen meestal een (veel) langere looptijd hebben dan de activa. Het bedrag in euro's waar het fonds nu over moet beschikken om aan al zijn toekomstige verplichtingsen te kunnen voldoen, wordt berekend door alle verwachte toekomstige pensioenbetalingens te verdisconteren tegen de rentevoet. Dit heet de netto contante waarde van de verplichtingsen. Als de rente daalt, neemt de waardering van de verplichtingsen toe. Weliswaar nemen ook de toekomstige inkomsten uit bijvoorbeeld dividend toe. De waardering van de verplichtingsen stijgt echter veel sterker dan de waardering van de bezittingens, doordat de looptijd van de verplichtingsen zoveel langer is dan die van de bezittingens. Dat leidt tot een dekkingstekort voor het pensioenfonds.

Het renterisico kan worden beperkt door met de vermogensbeheerder af te spreken dat de vastrentende waarden ten minste een bepaalde “duration” (een gewogen gemiddelde looptijd) hebben. Een dergelijke afspraak zorgt ervoor dat rentewijzigingsen over deze looptijd geen effect hebben voor (de dekkinggraad

Behalve effectief, moeten de risicobegrenzings ook eenduidig zijn. Zo bestaan er bijvoorbeeld verschillende definities van “tracking error”. Het is zaak om de gewenste risicomaatstaf in het contract te definiëren om misverstand te voorkomen.

Duidelijkheid is ook een voorwaarde voor andere afspraken met betrekking tot het vermogensbeheer. Zo kan het pensioenfonds bijvoorbeeld onder de beleggingscategorie “credits” standaard-obligaties verstaan, terwijl de vermogensbeheerder denkt aan alle instrumenten waarmee een vergoeding voor kredietrisico wordt verkregen. De laatste interpretatie is ruimer. Ook complexe gestructureerde producten, zoals securitisaties, vallen hieronder.<sup>777</sup> Dit kan ertoe leiden dat de vermogensbeheerder beleggingen in de portefeuille opneemt die risicovoller zijn<sup>778</sup> of niet passen bij het kennisniveau van het pensioenfonds. Het is daarom zaak in het mandaat de beleggingscategorieën precies te omschrijven.<sup>779</sup>

#### 5.10.4 *Uitvoering van de transacties*

Het portefeuillebeheer brengt mee dat de vermogensbeheerder transacties moet verrichten. Deze transacties verricht hij voor rekening en risico van het pensioenfonds. Er is sprake van lastgeving.<sup>780</sup> De transacties worden gewoonlijk niet in eigen naam verricht, maar in naam van de lastgever, het pensioenfonds.

---

van) het pensioenfonds. Dat geldt echter enkel voor parallelle verschuivingen van de rentecurve. Dat wil zeggen: als de rentevoet voor leningen van *alle* looptijden evenveel daalt (bijvoorbeeld 1 procentpunt). Het fonds blijft een renterisico lopen voor het geval dat de rentecurve van vorm verandert. Dat wil zeggen dat de rentevoet voor bijvoorbeeld 30-jarige leningen sterker daalt dan die voor 3-jarige leningen. Ook dit probleem is op te lossen, bijvoorbeeld door “key rate durations” af te spreken. Daarbij wordt gewerkt met verschillende durations voor verschillende looptijdvakken.

<sup>777</sup> Ook dit voorbeeld ontleen ik aan Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013, p. 28.

<sup>778</sup> Bij vastrentende mandaten wordt gewoonlijk gedacht aan beleggingen waarbij voornamelijk renterisico wordt gelopen. Bij securitisaties bestaat ook een substantieel debiteurenrisico. Het fonds loopt dan ook andersoortige risico's dan het verwacht. Zie DNB beleggingsonderzoek 2009, p. 5.

<sup>779</sup> Commissie Frijns 2010, p. 43; Sectorbrief Thema-onderzoek uitbesteding vermogensbeheer, p. 4; Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013, p. 27-28.

<sup>780</sup> Lastgeving is een overeenkomst waarbij de lastnemer zich verbindt om voor rekening van de lastgever een of meer rechtshandelingen te verrichten. Boek 7, Titel 7, Afdeling 2 van het BW is hierop van toepassing. De lastgeving is een bijzondere vorm van overeenkomst van opdracht, zodat ook de BW-bepalingen inzake de overeenkomst van opdracht van toepassing zijn. Deze bepalingen zijn meestal van regeland recht, zodat er van mag worden afgeweken.



De wijze waarop de transacties worden uitgevoerd is van groot belang voor het pensioenfonds. Een niet-optimale wijze van uitvoeren van transacties kan het pensioenfonds op verschillende wijzen geld kosten. De prijs van financiële instrumenten kan per handelsplatform enigszins verschillen. Ook de kosten van het gebruik van het handelsplatform is niet overal gelijk. Wordt de order niet, gedeeltelijk of te laat uitgevoerd, dan moeten de financiële instrumenten alsnog en mogelijk tegen een hogere prijs worden aangekocht. Een pensioenfonds moet zich er daarom van vergewissen dat zijn vermogensbeheerder op zorgvuldige wijze uitvoering geeft aan de benodigde transacties.

Het pensioenfonds wordt hierin gesteund doordat op vermogensbeheerders reeds een verplichting tot optimale orderuitvoering (“best-execution”) rust. Bij de uitvoering van een order moet hij alle redelijke maatregelen nemen om het best mogelijke resultaat voor zijn opdrachtgever te behalen. Daarbij moet hij rekening houden met de prijs van de financiële instrumenten, de uitvoeringskosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten. De vermogensbeheerder moet beleid opstellen dat hem in staat stelt om aan deze verplichting te voldoen.<sup>781</sup> In de vermogensbeheerovereenkomst wordt gewoonlijk dit beleid overgenomen. Door ondertekening van de overeenkomst gaat het pensioenfonds akkoord met dit beleid.

Ook bij de orderuitvoering schuilt het gevaar van tegenstrijdige belangen. Naast de orders van het pensioenfonds, zijn er orders van andere cliënten van de vermogensbeheerder en van de vermogensbeheerder zelf. Deze gezamenlijke orders kunnen niet altijd direct en geheel worden uitgevoerd. Het is niet de bedoeling dat de vermogensbeheerder dan voorrang geeft aan zijn eigen orders of aan de orders van cliënten bij wie hij een bijzonder belang heeft. Vermogensbeheerders zijn daarom verplicht over een orderuitvoeringsbeleid te beschikken. Dit orderuitvoeringsbeleid moet een onmiddellijke, billijke en vlotte uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten van cliënten garanderen ten opzichte van orders van andere cliënten of de handelsposities van de vermogensbeheerder zelf. Is een onmiddellijke uitvoering niet mogelijk, dan dient de vermogensbeheerder vergelijkbare orders van cliënten op volgorde van het tijdstip van ontvangst uit te voeren.<sup>782</sup> Ook het orderuitvoeringsbeleid

---

781 Art. 4:90-4:90c Wft.

782 Art. 4:90d Wft.

wordt gewoonlijk in de vermogensbeheerovereenkomst overgenomen en door ondertekening door het pensioenfonds geaccepteerd.

De kostenstructuren kunnen een bron van tegenstrijdig belang zijn bij het verrichten van transacties. Vermogensbeheerders beheren vaak niet alleen individuele vermogens, maar ook beleggingsinstellingen. Een vermogensbeheerder heeft dan een prikkel om door hemzelf beheerde beleggingsinstellingen te selecteren als de optimale belegging voor vermogen dat bij hem in beheer is gegeven. Hij verdient dan tweemaal: eenmaal een vergoeding als vermogensbeheerder en eenmaal als beheerder van een beleggingsinstellingen.<sup>783</sup> Voor het pensioenfonds is moeilijk te controleren of de selectie op zuivere gronden is gebeurd.

Om die reden mogen vermogensbeheerders intern beheerde beleggingsinstellingen enkel voor hun cliënt selecteren, als dat met toestemming van die cliënt gebeurt.<sup>784</sup> Een pensioenfonds kan dit tegenstrijdige belang dus eenvoudig voorkomen door hiervoor geen toestemming te verlenen

#### *5.10.5 Samenwerking met andere partijen die voor het pensioenfonds werkzaam zijn*

De vermogensbeheerder zal in de regel met diverse andere door of voor het pensioenfonds ingeschakelde partijen moeten samenwerken. Pensioenfondsen schakelen onder meer beleggingsadviseurs, custodians en externe risicobeheerders in. Voor het pensioenfonds is het van groot belang dat deze partijen samenwerken. De beleggingsadviseur en externe risicobeheerder bijvoorbeeld hebben informatie nodig over de samenstelling van de portefeuille. Omwille van de afwikkeling van transacties, moet de vermogensbeheerder de custodian informeren over de aan- en verkopen van beleggingen. In de vermogensbeheerovereenkomst wordt daarom gewoonlijk opgenomen dat de vermogensbeheerder in redelijkheid samenwerkt met andere door het pensioenfonds ingeschakelde partijen.

---

783 't Hart 2015.

784 Art. 83a, lid 1, Bgfo jo. art. 12, lid 2, sub a, AIFMD, en art. 166 Bgfo.

Vermogensbeheerders schakelen voor de uitvoering van transacties op een handelsplatform<sup>785</sup> brokers in.<sup>786</sup> Net als vermogensbeheerders, zijn brokers beleggingsondernemingen.<sup>787</sup> Toch is hier geen sprake van uitbesteding door de vermogensbeheerder of onderuitbesteding door het pensioenfonds. De werkzaamheden van brokers zijn van een geheel andere aard en vergen ook andere kennis en vaardigheden dan die van een vermogensbeheerder. De broker wordt geacht voor het pensioenfonds werkzaam te zijn, ook al hebben het pensioenfonds en de broker in de praktijk geen rechtstreeks contact.<sup>788</sup>

Een “samenwerkingsplicht” van de vermogensbeheerder komt in deze verhouding vreemd over. Hij heeft de broker immers zelf voor het pensioenfonds geselecteerd. Het ligt veeleer in de rede om van de vermogensbeheerder te verlangen dat hij verantwoordelijkheid neemt voor het handelen van de door hem geselecteerde broker. Als professionele partij is de vermogensbeheerder veel beter in staat om de kwaliteiten van de broker te beoordelen dan het pensioenfonds. In de praktijk gebeurt dit doordat de vermogensbeheerder aansprakelijk is voor een zorgvuldige selectie.<sup>789</sup> Die aansprakelijkheidslat ligt lager dan bij onderuitbesteding, waarbij de dienstverlener jegens zijn klant volledig verantwoordelijk is voor fouten van de onderdienstverlener. Dat is economisch goed te verantwoorden, doordat de vermogensbeheerder bij zulke bemiddeling ook een lagere vergoeding ontvangt dan wanneer werkzaamheden (zoals bij onderuitbesteding) onder zijn volledige verantwoordelijkheid worden verricht.

---

785 Het bekendste handelsplatform is de geregementeerde markt of, in de volksmond, de beurs. Andere handelsplatformen zijn de multilaterale handelsfaciliteit. Met de invoering van MiFID II zal er een nieuw type handelsplatform ontstaan: de georganiseerde handelsfaciliteit.

786 De tussenkomst van brokers wordt verplicht gesteld om risico's te verkleinen. De clearinginstellingen die de op het handelsplatform verrichte transacties afwickelen, verkleinen hun tegenpartijrisico door enkel te handelen met deze hooggekapitaliseerde tussenpersonen. Dit komt de betrouwbaarheid van de handel ten goede. Het komt overigens voor dat een beleggingsonderneming niet enkel vermogensbeheerder is, maar tevens zelf broker is aan een geregementeerde markt. In dat geval kan hij zelf de uitvoering van transacties aan die geregementeerde markt verzorgen.

787 Art. 1:1 Wft, onder “verlenen van een beleggingsdienst, sub a en b.

788 Zie par. 2.5.4.1.

789 Busch & Silverentand 2012, nr. 172.

Het pensioenfonds zal van zijn vermogensbeheerder ook moeten verlangen dat hij medewerking verleent wanneer de toezichthouder (van het pensioenfonds) zijn toezichtsbevoegdheden wenst uit te oefenen. Daarvoor verwijs ik naar paragraaf 6.6.2.

### 5.11 Onderuitbesteding

Voor de vervulling van zijn werkzaamheden kan de vermogensbeheerder derden inschakelen. Dat doet zich bijvoorbeeld voor wanneer de vermogensbeheerder voor een deelportefeuille een (meer) gespecialiseerde vermogensbeheerder inschakelt. De vermogensbeheerder besteedt dan uit. Hij moet daarbij de uitbestedingsregels op grond van de Wft toepassen.<sup>790</sup> Voor het pensioenfonds is sprake van onderuitbesteding.

De uitbestedingsregels bevatten geen regels voor onderuitbesteding. De ratio noodzaakt er echter toe dat in een keten van dienstverleners, de uitbestedingsvoorschriften als een soort kettingbeding worden doorgegeven. In sommige uitbestedingsregelingen is dit ook in deze zin verduidelijkt.<sup>791</sup> Gebeurt dit niet, dan worden de uitbestedingsregels eenvoudig ondergraven. De "control" van het pensioenfonds over de werkzaamheden en het toezicht van de toezichthouder daarop, zouden ophouden bij de tweede stap in de keten.

Het pensioenfonds moet dus van zijn vermogensbeheerder verlangen dat deze in zijn eigen uitbestedingsrelaties tevens voldoet aan de uitbestedingsregels op grond van de Pensioenwet. Dit impliceert onder meer dat ook de vermogensbeheerder een risicoanalyse moet opstellen, beleid moet formuleren en dit uitwerken in procedures en maatregelen. Hij zal slechts een (onder)dienstverlener mogen inschakelen wanneer deze over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikt. De (onder)uitbestedingsovereenkomst moet voldoen aan dezelfde eisen als de vermogensbeheerovereenkomst tussen pensioenfonds en vermogensbeheerder.

Het pensioenfonds moet voorts van zijn vermogensbeheerder verlangen dat ook de andere ketenpartijen zich houden aan de afspraken op grond van de vermogensbeheerovereenkomst. Het gaat dan om bijvoorbeeld beperkingen ten aanzien van het beleggingsuniversum en risicobegrenzingen, maar ook om bijvoorbeeld toegang tot gegevens voor medewerkers

---

790 Art. 3:18 en 4:16 Wft en in het bijzonder art. 37 en art. 38b tot en met 38f Bgfo.

791 Zie par. 2.5.7.3 en de daar genoemde literatuur en regelgeving.

van het pensioenfonds of zijn accountant, een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen voor het pensioenfonds en toepassing van het integriteitsbeleid van het pensioenfonds.

Over het algemeen zal deze stapeling van uitbestedingsregels geen grote problemen opleveren. De vermogensbeheerder is zelf een onder toezicht staande instelling op wie reeds uitbestedingsregels rusten. Weliswaar verschillen de uitbestedingsregels enigszins van sector tot sector. De ratio van die regels is over alle financiële sectoren heen dezelfde. In paragraaf 2.3 heb ik daarom betoogd dat ze zoveel mogelijk kruissectoraal moeten worden toegepast.

Toch is de toepassing van de uitbestedingsregels bij onderuitbesteding niet altijd probleemloos. Met name het beding dat de toezichthouder van het pensioenfonds toezichtbevoegdheden krijgt, zelfs een onderzoek ter plaatse mag houden, stuit in de internationale praktijk soms op bezwaren. Dit schijnt in het bijzonder bij custody het geval te zijn.<sup>792</sup> Anderzijds lijkt het erop dat dit in de loop der jaren wel steeds makkelijker is geworden. Financiële marktpartijen hebben inmiddels ervaring opgedaan met zulke bedingen, waardoor de (ergste) koudwatervrees over is.

## **5.12 Financiële afspraken**

### *5.12.1 Het belang van financiële afspraken*

Financiële afspraken zijn voor het pensioenfonds van groot belang voor zowel zijn risicobeheersing als zijn kostenbeheersing. Ter beheersing daarvan moet het fonds letten op 1) de beloning van de vermogensbeheerder, 2) het beloningsbeleid van de vermogensbeheerder voor diens medewerkers en 3) transparantie.

Van de vergoeding die de vermogensbeheerder ontvangt, kunnen onwenselijke prikkels uitgaan. Datzelfde geldt voor de beloningsstructuur die een vermogensbeheerder voor zijn medewerkers hanteert. Zo gaat er van een variabele beloning een prikkel uit om extra beleggingsrisico's te

---

<sup>792</sup> Zie voetnoot 204. De inschakeling van een custodian door een pensioenfonds is naar mijn mening geen uitbesteding (zie par. 2.5.8.3). Ik heb niettemin in par. 2.6 betoogd dat, omwille van een beheerste en integere bedrijfsvoering, het zinvol is om de uitbestedingsregels in een dergelijk geval zo veel als mogelijk analoog toe te passen.

nemen. De beleggingstheorie leert immers dat bij een hoger risiconiveau ook een hoger rendement is te verwachten. Dat is goed voor de bonus van de vermogensbeheerder of zijn medewerker(s). Het belang van het pensioenfonds kan echter liggen in het wegdiversifiëren of afdekken van risico's.

Eerder wees ik al op het belang van kostenbesparing. Een structurele kostenbesparing van 1 procentpunt, geeft over een periode van 40 jaar pensioenen die circa 30% hoger zijn.<sup>793</sup> Het pensioenfonds kan de kosten van het vermogensbeheer op verschillende wijzen beperken. Het kan op de eerste plaats bij de opstelling van zijn beleggingsstrategie rekening houden met de kosten die met een strategie gemoeid zijn. Daar ging ik in paragraaf 3.6.8 op in. Op de tweede plaats kan het de kosten beperken door grip te houden op de omvang van de door hem te betalen vergoedingen. De vergoedingen die de vermogensbeheerder en eventuele andere ketenpartijen ontvangen, gaan immers ten koste van het netto-rendement.

Om grip te houden op de kosten, is ook inzicht in de kosten nodig. Op de eerste plaats gaat het daarbij om inzicht vooraf, ten tijde van de aanstelling van de vermogensbeheerder. Het fonds moet inzicht hebben in de tariefstructuur ten gunste van de vermogensbeheerder en de beloningsstructuur die de vermogensbeheerder hanteert voor zijn medewerkers. Op de tweede plaats gaat het om inzicht achteraf in de vorm van rapportages. In paragraaf 5.15.3 ga ik in het algemeen op rapportages in. Vanwege het nauwe verband met de financiële afspraken, ga ik hier op enkele inhoudelijke aspecten in.

### 5.12.2 *De beloning van de vermogensbeheerder*

#### 5.12.2.1 De tariefstructuur

De tarieven van vermogensbeheerders zijn doorgaans geheel of voor het grootste gedeelte afhankelijk van de omvang van het belegde vermogen. Er is daardoor geen of weinig verband tussen de prestatie van de vermogensbeheerder en de kosten die hij in rekening brengt. Een prestatiegedreven tariefstructuur heeft eerder de vorm van een laag basistarief,

---

793 Zie par. 3.6.8.

aangevuld met een prestatievergoeding die afhankelijk is van de toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder.<sup>794</sup> Een valkuil bij mandaten met een deels prestatiegebonden vergoeding, is dat het basistarief te hoog is vastgesteld. De vergoeding van de vermogensbeheerder valt dan – in vergelijking met een vergoeding naar omvang van het vermogen – reeds hoger uit wanneer de vermogensbeheerder nog geen enkele prestatie heeft neergezet.

Ook prestatiegedreven tariefstructuren zijn niet zaligmakend. Ze zijn zelden lineair. Als het rendementsdoel wordt bereikt, verkrijgt de vermogensbeheerder een bonus. Wordt het rendementsdoel niet bereikt, dan is het pensioenfonds nog steeds de basisvergoeding verschuldigd. Het pensioenfonds ontvangt niet een deel van de (vooraf betaalde) vergoeding terug. Daarvan gaat een onwenselijke prikkel uit.<sup>795</sup> Een vermogensbeheerder die méér beleggingsrisico neemt dan strikt in het belang van zijn cliënt is, vergroot daarmee de kans dat de benchmark (ruim) wordt verslagen, maar ook de kans dat de benchmark (ruim) niet gehaald wordt. In het eerste geval ontvangt hij een (hogere) bonus. In het laatste geval echter, komt de (onnodig hoge) rekening bij de cliënt te liggen. Dit gegeven maakt het extra belangrijk om duidelijke risicobegrenzungen in het mandaat op te nemen.<sup>796</sup>

Nog beter is het als ook de prestatiegedreven tariefstructuur (meer) lineair werd gemaakt. Dat betekent dat het pensioenfonds een deel van de vergoeding terug ontvangt wanneer het rendementsdoel niet wordt bereikt. De vermogensbeheerder heeft dan altijd een prikkel om het verlies te beperken. Een dergelijke vergoedingsstructuur is nog erg zeldzaam, maar komt wel voor.<sup>797</sup>

---

794 In beleggingstheoretische termen betekent dit dat de vergoeding meer gekoppeld moet worden aan de  $\alpha$  (de individuele, bovengemiddelde prestatie van de vermogensbeheerder), waar ze nu vooral gerelateerd is aan de  $\beta$  (de algehele marktbeving). Zie par. 3.2.5. Voor een dergelijke prestatievergoeding is het nodig om een dergelijk surplus-rendement te kunnen meten. Zie daarvoor par. 5.15.3.

795 Commissie Frijns 2010, p. 45. Zie ook Slager 2012, p. 15.

796 Zie par. 5.10.3.

797 LCP 2011, p. 28. PFZW en ABP hebben aangegeven een malusregeling voor hun vermogensbeheerders in te voeren (Moss 2014).

### 5.12.2.2 Evaluatie van en onderhandeling over de tariefstructuur

Het is niet heel gebruikelijk dat pensioenfondsen met vermogensbeheerders de onderhandeling aangaan over de tarieven. Toch geeft 96% van de (Britse) vermogensbeheerders aan dat ze daarvoor openstaan, zelfs voor kleinere mandaten. Het heeft ook resultaat. De besparingen lopen op tot soms 30%.<sup>798</sup> Zelfs bij passieve beheeropdrachten, waar de tarieven niet erg hoog zijn, blijken kortingen mogelijk. Zelfs een geringe besparing van bijvoorbeeld 1% is niettemin de moeite waard. Een jaarlijkse besparing van 1% keert niet alleen jaarlijks terug. Het bespaarde geld genereert door jaarlijkse (her)belegging rendement op rendement. De onderhandelingspositie is natuurlijk sterker naarmate de omvang van het mandaat groter is.

Het is zinvol om periodiek de tariefstructuur te evalueren. Dit kan bijvoorbeeld eens in de drie jaar of wanneer daar aanleiding toe is.<sup>799</sup> De evaluatie kan reden vormen om de tarieven te heronderhandelen. Ook over de tarieven van lopende mandaten zijn vermogensbeheerders bereid te onderhandelen. Vermogensbeheerders die tegenvallende resultaten hebben geboekt, blijken vaak bereid een korting te geven.

### 5.12.3 *Het beloningsbeleid van de vermogensbeheerder*

Pensioenfondsen moeten een beheerst beloningsbeleid voeren. Het beleid moet “niet aanmoedig[en] tot het nemen van meer risico’s dan voor het fonds aanvaardbaar is”. Het beloningsbeleid moet de beloningscomponenten en beloningsstructuren omschrijven die ertoe kunnen bijdragen dat het fonds toch meer risico’s neemt dan voor hem aanvaardbaar is.<sup>800</sup>

Na uitbesteding worden de relevante beslissingen echter door medewerkers van de vermogensbeheerder genomen. Het beloningsbeleid van het pensioenfonds is op hen niet van toepassing. Het beloningsbeleid van de vermogensbeheerder kan de medewerkers (van die vermogensbeheerder) aanmoedigen tot het nemen van meer risico’s dan voor het fonds

---

798 LCP 2011, p. 24. In een ander onderzoek bedroeg de gemiddelde korting 20% Bfinance 2015, p. 10.

799 LCP 2011, p. 28 beveelt aan om *ten minste* eens in de drie jaar de tariefstructuur te evalueren.

800 Art. 21a, lid 1 en 3, Besluit FTK. Deze regels zijn bewust opgesteld naar analogie van art. 23e, lid 1 en 3, Bpr (uitgewerkt in de Regeling beheerst beloningsbeleid) en art. 35i, lid 1 en 3, Bgfo. Deze artikelen zijn per 1 januari 2015 opgenomen in art. 1:118, lid 1, Wft (Stb. 2013, 329, p. 7).



aanvaardbaar is. Een bonusregeling voor de medewerkers van de vermogensbeheerder geeft dezelfde prikkel als een bonusregeling voor de vermogensbeheerder zelf. Krijgen de medewerkers van de vermogensbeheerder een bonus wanneer zij een bovengemiddeld rendement behalen, dan is het ook voor hen aantrekkelijk om extra risico's te nemen. Leidt dat tot meer rendement, dan ontvangen zij een bonus; leidt het tot (meer) verlies, dan is de rekening voor het pensioenfonds.

Een beheerste bedrijfsvoering brengt mee dat het pensioenfonds niet kan toestaan dat zijn vermogensbeheerder een beloningsbeleid hanteert dat ertoe aanzet dat het meer risico's loopt dan voor hem aanvaardbaar is. Dat ondermijnt zijn verantwoordelijkheid voor de uitbestede werkzaamheden.

Bij het opstellen van het Bupw stelde de regering zich terughoudender op. Het pensioenfonds is verplicht om bij de selectie van zijn dienstverlener, diens beloningsbeleid "te betrekken".<sup>801</sup> De achterliggende reden is dat met name kleinere pensioenfondsen niet altijd in staat zijn om een gepast beloningsbeleid af te dwingen. Dat argument overtuigt niet. Ook kleinere pensioenfondsen kunnen stemmen met de voeten. Het aanbod aan vermogensbeheerders is groot genoeg dat zij niet feitelijk gedwongen zijn zichzelf uit te leveren.<sup>802</sup> "Betrekken" van het beloningsbeleid van de dienstverlener bij diens aanstelling is te vrijblijvend. De "in control"-verplichting is niet vrijblijvend. Dat laat geen ruimte voor een andere conclusie dan dat het fonds met zijn dienstverlener afspraken moet maken over het beloningsbeleid.<sup>803</sup> Dat is ook de uitwerking die de Pensioenfederatie geeft.<sup>804</sup>

Lukt het niet om afdoende contractuele afspraken te maken, dan dwingt de "in control"-verplichting het pensioenfonds om een andere vermogensbeheerder selecteren. Lukt dit niet naar tevredenheid, dan dwingt de verplichting om een over beheerste en integere bedrijfsvoering te

---

801 Art. 14, lid 5, Bupw. DNB is al iets stilliger. DNB verwacht "van pensioenfondsen dat zij via de uitbestedingsrelatie hun invloed kunnen aanwenden om het beloningsbeleid bij de dienstverlenende organisatie in lijn te brengen met [de Principes beheerst beloningsbeleid]" (DNB Onderzoek innovatieve beleggingen 2012, p. 4). Over die Principes, zie: Van Kranenburg 2009.

802 Evenzo: Gerlach 2014, par. 2.1.

803 Vergelijkbaar, maar voorzichtiger: Van der Graaff 2013.

804 Nr. 34, Code Pensioenfondsen. Naleving van de Code volgens het "comply or explain"-principe is wettelijk verplicht op grond van art. 11 Bupw.

beschikken het pensioenfonds om een andere vermogensbeheerder selecteren.<sup>805</sup> Ook na de aanstelling moet het fonds op de hoogte blijven van het beloningsbeleid dat zijn dienstverlener hanteert.<sup>806</sup> Het moet voorkomen dat zijn vermogensbeheerder, na diens aanstelling, alsnog onwenselijke beloningsprikkels in zijn beloningsbeleid opneemt.

In dit verband valt te wijzen op de aanpak van ESMA. ESMA heeft voor alternatieve beleggingsinstellingen richtsnoeren met betrekking tot het beloningsbeleid opgesteld.<sup>807</sup> Wanneer een alternatieve beleggingsinstelling portefeuille- of risicobeheer uitbesteedt, verlangt ESMA dat ofwel (a) de dienstverlener reeds moet voldoen aan even effectieve toezichtsregels met betrekking tot het beloningsbeleid,<sup>808</sup> ofwel (b) passende contractuele afspraken met de dienstverlener worden gemaakt om te verzekeren dat de richtsnoeren voor het beloningsbeleid niet worden omzeild.<sup>809</sup> Voor Icbes werkt ESMA aan eenzelfde richtsnoer.<sup>810</sup> Voor het beloningsbeleid van beleggingsondernemingen bestaat al een richtsnoer van ESMA.<sup>811</sup>

Dit lijkt mij ook voor pensioenfondsen (en andere uitbestedende ondernemingen) de juiste aanpak. Is de dienstverlener al onderworpen aan vergelijkbare en even effectieve regels, dan zijn aanvullende afspraken niet nodig. Is dat niet het geval, dan moet de uitbestedende onderneming haar verantwoordelijkheid nemen door passende afspraken te maken of, als dat niet gaat, een andere dienstverlener te selecteren.

---

805 Over beloning en bonussen valt wel te marchanderen; met de naleving van wettelijke verplichtingen niet.

806 Eveneens art. 14, lid 5, Bupw.

807 ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD 2013.

808 ESMA beschouwt in ieder geval de beloningsregels op grond van de Bankenrichtlijn als vergelijkbaar aan deze ESMA Guidelines (ESMA Questions and Answers. Application of the AIFMD 2015, p. 6, Question 4). De Britse FCA noemt ook de beloningsregels op grond van MiFID gelijkwaardig (FCA General guidance on the AIFM Remuneration Code 2015, nr. 14).

809 Guideline 18, ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD 2013.

810 ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD. Consultation Paper 2015.

811 ESMA Guidelines. Remuneration policies and practices (MiFID) 2013. Nr. 34 van dit ESMA-richtsnoer is wat minder gedetailleerd over het beloningsbeleid van dienstverleners dan de ESMA-richtsnoeren voor alternatieve beleggingsinstellingen en icbe's (ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD 2013 en ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD, Consultation Paper 2015). Dit richtsnoer is dan ook de oudste van deze drie.

Het is onaannemelijk dat een vermogensbeheerder de arbeidsvoorwaarden van zijn werknemers negatief mag wijzigen omdat hij daartoe een contractuele verplichting is aangegaan met een opdrachtgever.<sup>812</sup> Toch zullen de problemen wel meevallen voor een pensioenfonds dat contractuele afspraken wil maken met zijn vermogensbeheerder over diens beloningsbeleid. Het beloningsbeleid van vermogensbeheerders (en andere financiële ondernemingen) die in Nederland zijn gevestigd, moet reeds ingaan op het eventuele risico van een onzorgvuldige behandeling van cliënten.<sup>813</sup> Ook aan het beloningsbeleid van vermogensbeheerders die niet in Nederland zijn gevestigd, maar die wel onder de bankenrichtlijn vallen, zijn eisen gesteld. Zij gaan minder ver, maar verlangen wel dat belangenconflicten worden vermeden.<sup>814</sup> In zoverre worden pensioenfondsen geholpen.

#### 5.12.4 *Transparantie van de kosten*

Voor de kostenbeheersing is het onontbeerlijk dat het pensioenfonds goed inzicht heeft in de kosten die worden gemaakt in de beleggingsketen.<sup>815</sup>

Een pensioenfonds dat onvoldoende inzicht heeft in de kosten die het moet dragen, kan voor onaangename verrassingen komen te staan. Dat ondervond een pensioenfonds dat, samen met een ander pensioenfonds, van hun vermogensbeheerder een rekening ontving à 450 miljoen euro. Het eerste pensioenfonds noemde het bedrag “exorbitant hoog”.<sup>816</sup> Het pensioenfonds noch zijn vermogensbeheerder kon aan DNB verklaren hoe dit bedrag was opgebouwd. Voor DNB en vormde dit mede aanleiding om een boete op te leggen wegens het ontberen van een beheerste en integere bedrijfsvoering. De rechtbank liet de boete in stand.<sup>817</sup>

---

812 Zo ook: Gerlach 2014, par. 2.1.

813 Art. 35i, lid 2, Bgfo. Zie ook Van de Bult 2014, p. 251-255.

814 Art. 92-95 Bankenrichtlijn, in het bijzonder art. 92, lid 2, sub b. Zij moeten overigens ook een beloningscommissie instellen die bij de voorbereiding van beloningsbeslissingen mede rekening houdt met “de langetermijnbelangen van aandeelhouders, investeerders en andere belanghebbenden van de instelling, alsook het algemeen belang” (art. 95, lid 2, Bankenrichtlijn). Dat omvat dus ook de belangen van cliënten.

815 DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2014.

816 Handelingen II, 2011-2012, nr. 195, aanhangsel. In de uitspraak van de rechtbank Rotterdam staat abusievelijk dat DNB de vergoeding exorbitant hoog vond. Uit de reactie van de Minister blijkt dat dit een typefout was en dat niet DNB, maar het dagelijks bestuur (het DB) van PME zelf de vergoeding exorbitant vond.

817 Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME).

Ondanks de noodzaak tot inzicht, blijkt dit in de praktijk voor pensioenfondsen lastig te realiseren. De helft tot 80% van de kosten blijft zelfs achteraf onzichtbaar,<sup>818</sup> terwijl daar geen goede redenen voor zijn aan te voeren.<sup>819</sup> De omvang van de totale kosten blijkt met name onduidelijk wanneer het pensioenfonds via zijn vermogensbeheerder in beleggingsinstellingen belegt.<sup>820</sup> Naast de kosten van de beheerder van de beleggingsinstelling zijn er vaak bijkomende (min of meer vaste) kosten voor bijvoorbeeld custodians, auditors en accountants.<sup>821</sup> Deze bijkomende vaste kosten zijn soms betrekkelijk, maar kunnen soms ook flink oplopen. Ze worden niet altijd door beheerders van beleggingsinstellingen bekendgemaakt. Zonder inzicht in deze kosten kan het pensioenfonds echter niet bepalen of het te veel betaalt en daardoor rendement misloopt.<sup>822</sup>

### 5.13 Administratie en vertrouwelijke gegevens

#### 5.13.1 Bewaartermijn

Op grond van de MiFID geldt voor vermogensbeheerders die zijn gevestigd in een EER-lidstaat een bewaartermijn van vijf jaren.<sup>823</sup> Pensioenfondsen zijn echter verplicht om gedurende ten minste zeven jaren de zakelijke gegevens en bescheiden te bewaren die op pensioenregelingen betrekking hebben.<sup>824</sup> Ook het vermogensbeheer geschiedt ter uitvoering van een of meer pensioenregelingen, zodat de bewaartermijn ook geldt voor de gegevens en bescheiden ten aanzien van het vermogensbeheer. Het pensioenfonds moet ervoor zorgen dat zijn dienstverlener de op hem rustende verplichtingen naleeft.<sup>825</sup> Het moet daarom zijn vermogensbeheerder contractueel binden aan een bewaartermijn van zeven jaren.

---

818 Kosten kunnen onzichtbaar blijven doordat ze niet apart worden opgevoerd, maar van het bruto-rendement worden afgetrokken.

819 Blake 2014.

820 DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2014. Dit probleem speelt overigens ook als een pensioenfonds rechtstreeks, zonder tussenkomst van een vermogensbeheerder, in een beleggingsinstelling belegt. Daar ga ik hier niet op in, omdat ik een deelneming in een beleggingsinstelling (in beginsel) als een individuele belegging beschouw en niet als uitbesteding van vermogensbeheer. Zie par. 2.5.8.6 onder a.

821 Beleggingsinstellingen maken ook kosten voor het verrichten van transacties. Deze kosten kunnen ook flink oplopen, maar zijn variabel.

822 LCP 2011, p. 16-19.

823 Art. 51, lid 1, Uitvoeringsrichtlijn MiFID (art. 4:90e, lid 1, Wft).

824 Art. 169 Pw.

825 Art. 34, lid 1, Pw en art. 13, lid 2, sub f Bupw.

### 5.13.2 *Bescherming vertrouwelijke gegevens*

Een beheerste en integere bedrijfsvoering vereist dat een pensioenfonds vertrouwelijke gegevens van zichzelf en zijn begunstigden beschermt. DNB stelt eisen aan de beveiliging.<sup>826</sup> Een uitbestedende onderneming moet er daarom zorg voor dragen dat haar dienstverlener aan diezelfde eisen voldoet.<sup>827</sup>

Gegevens omtrent het vermogensbeheer zijn niet erg concurrentiegevoelig. Pensioenfondsen zijn geen commerciële ondernemingen.<sup>828</sup> Toch kan het vermogensbeheer vertrouwelijke gegevens opleveren in de zin van koersgevoelige informatie.<sup>829</sup> Het pensioenfonds mag zulke gegevens (in beginsel) niet openbaar maken.<sup>830</sup>

Vertrouwelijke gegevens van pensioenfondsen (of financiële ondernemingen) betreffen vaak vertrouwelijke persoonsgegevens van begunstigden (of cliënten). Bij uitbesteding van vermogensbeheer komen die niet gauw in het geding. Dit speelt wel bij bijvoorbeeld de uitbesteding van de pensioenadministratie. Het pensioenfonds moet dan ook rekening houden met de eisen die de Wet bescherming persoonsgegevens stelt.<sup>831</sup>

### 5.14 **Tegenstrijdige belangen en integriteit**

Tegenstrijdige belangen kunnen op verschillende wijzen de belangen van een uitbestedend pensioenfonds bedreigen.

Op de eerste plaats kunnen een of meerdere pensioenfondsbestuurders er persoonlijk belang bij hebben dat een uitbesteding wordt gegund aan een bepaalde partij. Vormen deze bestuurders een personele unie tussen het pensioenfonds en de (kandidaat-)dienstverlener, dan is de

---

826 DNB Circulaire Info beveiliging 2011 en DNB Toetsingskader informatiebeveiliging 2014.

827 Zie ook art. 38e, lid 2, sub j (voor uitbestedende beleggingsondernemingen).

828 Voor pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen ligt dat al anders.

829 Art. 5:53 e.v. Wft. Van koersgevoelige informatie is bijvoorbeeld sprake wanneer (medewerkers van het fonds) bekend is dat een aankoop van aandelen in onderneming X op handen is en redelijkerwijs is te verwachten dat door die aankoop de prijs van die aandelen zal stijgen.

830 Te denken valt aan bijv. het "tipverbod" (art. 5:57 Wft).

831 Zie verder: Berkvens 2014; Berkvens 2012; Sutrisna 2010; Terstegge 2007; Viergever 2010.

uitbesteding verboden.<sup>832</sup> Ook zonder personele unie kunnen er echter tegenstrijdige belangen zijn bij de gunning van een uitbesteding. De bestuurder kan bijvoorbeeld aandeelhouder van de vermogensbeheerder zijn.<sup>833</sup> Elk fonds moet over procedures en maatregelen beschikken met het oog op het tegengaan van belangenverstrengelingen van (onder meer) bestuurs-leden.<sup>834</sup>

De inhoud van die procedures en maatregelen is echter niet voorgeschreven. Ook het stichtingenrecht,<sup>835</sup> dat op de meeste pensioenfondsen van toepassing is, bevat geen tegenstrijdigbelangregeling. Het is dus mogelijk dat een "besmette" bestuurder meebeslist bij de gunning van de uitbesteding en daarbij zijn tegenstrijdige belangen laat meewegen.<sup>836</sup> Ook blijft hij bevoegd tot het sluiten van de uitbestedingsovereenkomst. Het "besmette" besluit is echter vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid.<sup>837</sup>

De dienstverlener zelf kan bij de uitvoering van de werkzaamheden ook tegenstrijdige belangen hebben. De regelgeving die op vermogensbeheerders van toepassing is, ziet reeds op veelvoorkomende belangentegenstellingen. Men denke bijvoorbeeld aan de verplichting tot een optimale orderuitvoering, tot de beschikking over een orderuitvoeringsbeleid en

---

832 Art. 20, lid 2, Besluit FTK. Dit voorschrift kent een uitzondering wanneer het een uitbesteding aan de werkgever betreft. Deze uitzondering is opgenomen met het oog op ondernemingspensioenfondsen. Het komt veel voor dat de aan een ondernemingspensioenfonds verbonden werkgever kosteloos (een deel van) de pensioenadministratie verzorgt, terwijl ook (een deel van) de (mede-)beleidsbepalers van het fonds bij hem in dienst zijn.

833 Deze situatie moet men onderscheiden van de situatie dat het pensioenfonds aandeelhouder van de vermogensbeheerder is. Die situatie komt veelvuldig voor. Zo is ABP aandeelhouder van APG en is PFZW aandeelhouder van PGGM.

834 Art. 20, lid 1, Besluit FTK.

835 Boek 2, titel 6, BW.

836 Dat is anders in het NV- en BV-recht. Daar bepalen de zesde leden van art. 2:129 en 2:239 BW dat een bestuurder niet deelneemt aan de beraadslaging en besluitvorming indien hij daarbij een persoonlijk belang heeft dat strijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Overigens is er een Wetsvoorstel bestuur en toezicht rechtspersonen aanhangig dat (mede) tot doel heeft om de tegenstrijdigbelangregeling bij stichting en vereniging in lijn te brengen met de tegenstrijdigbelangregeling bij de NV en BV.

837 Art. 2:15, lid 1, sub b jo. art. 2:8 BW.

de loyaliteitsverplichting.<sup>838</sup> Desondanks blijft het opletten voor het pensioenfonds: het fonds heeft een eigen verantwoordelijkheid.<sup>839</sup>

Problemen met tegenstrijdige belangen liggen bij fiduciair beheer voor het oprapen. Een fiduciair beheerder heeft vaak vele petten op. Zo heeft hij vaak tot taak om vermogensbeheerders aan te stellen en aan te sturen, maar ook om hun prestaties te evalueren. Hij adviseert vaak over het beleggingsbeleid, maar evalueert het ook. Hij stelt vermogensbeheerders aan en onderhandelt met hen over vergoedingen. Vaak stelt hij niet enkel externe vermogensbeheerders aan, maar ook groepsmaatschappijen of zichzelf.<sup>840</sup> Het komt ook voor dat wanneer een pensioenfonds een bestuursbureau heeft dat het werk van de fiduciair controleert, dat bestuursbureau wordt bemenst door personeel van die fiduciair.<sup>841</sup> Een fiduciair krijgt zo de trekken van een slager die zijn eigen vlees keurt.<sup>842</sup> Er is daarom grote voorzichtigheid geboden bij de keuze welke taken bij een fiduciair worden gebundeld.<sup>843</sup> Het is niet duidelijk of dat altijd gebeurt.<sup>844</sup>

Niet alleen het fonds of zijn vermogensbeheerder kan tegenstrijdige belangen hebben. Ook medewerkers van de vermogensbeheerder kunnen

---

838 Art. 4:90-4:90c Wft.

839 In Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME) ontving de vermogensbeheerder een hogere beloning voor intern beheerde beleggingsportefeuilles dan voor extern beheerde. Daar kunnen goede redenen voor bestaan, maar opmerkelijk was het wel en een duidelijke verklaring ontbrak.

840 Een fiduciair beheerder is veelal een vermogensbeheerder die ook aan het vermogensbeheer verwante werkzaamheden verzorgt. Zodoende kan een fiduciair ook zichzelf selecteren als de best geachte beheerder voor een deelportefeuille.

841 Zie par. 2.5.8.2.

842 De overheid realiseert zich inmiddels ook dat dat niet wenselijk is. Vanaf het begin van deze eeuw mochten slaggers en slachthuizen hun vlees laten keuren door keurmeesters in eigen dienst. Na verschillende incidenten in de vleessector en een onderzoek naar de risico's in de vleesketen (Onderzoeksraad voor Veiligheid 2013) heeft de wetgever het plan opgevat om de vleeskeuring weer onder te brengen bij toezichthouders die van overheidswege zijn aangesteld (Kamerstukken II, 2013-2014, 26991, nr. 418).

843 Ook Commissie Frijns 2010, p. 47 plaatst een kritische kanttekening bij het concept fiduciair management.

844 In een onderzoek van IPN over 2013 gaf ruim 40% van de pensioenfondsen (met bijna 70% van het Nederlandse pensioenvermogen in beheer) aan gebruik te maken van "full service" fiduciair beheer. Nog eens ruim 15% van de fondsen (met bijna 15% van het Nederlandse pensioenvermogen in beheer) gebruikt op onderdelen fiduciair management. In totaal staat ca. 85% van het pensioenvermogen onder fiduciair beheer (Van der Westen 2014a). De steekproef betrof 46 pensioenfondsen zodat enige voorzichtigheid op haar plaats is wanneer men deze cijfers wil extrapoleren voor heel Nederland.

aan tegenstrijdige belangen blootstaan. Bij vermogensbeheer kan men denken aan een medewerker die voor cliënten beleggingen selecteert, maar bij die selectie persoonlijke belangen heeft. Zo kan hij of een naaste een belang hebben in de onderneming waarvan de aandelen als belegging worden geselecteerd.

Het pensioenfonds moet over procedures en maatregelen beschikken tot het tegengaan van belangenverstremelingen van personen die op structurele basis werkzaam zijn voor het fonds.<sup>845</sup> Die regeling moet dus ook zien op medewerkers van een dienstverlener. Het pensioenfonds moet zijn regeling opleggen aan zijn dienstverlener. In de praktijk is dit geen groot probleem. Een vermogensbeheerder moet reeds over een tegenstrijdigbelangregeling voor zijn medewerkers beschikken.<sup>846</sup>

## 5.15 Toezicht door het pensioenfonds

### 5.15.1 Inleiding

Een pensioenfonds kan nooit “in control” zijn over zijn bedrijfsprocessen, als het daarop geen toezicht houdt.<sup>847</sup> Een probleem bij uitbesteding is dat het toezicht op die werkzaamheden wordt bemoeilijkt doordat zij niet langer in de eigen organisatie worden verricht. Het toezicht is indirect geworden. Dit creëert een informatie-asymmetrie.<sup>848</sup> De te controleren dienstverlener beschikt over meer en betere informatie over de uitvoering van de werkzaamheden dan de toezichthoudende opdrachtgever. Het pensioenfonds is hierdoor ten dele afhankelijk van zijn dienstverlener. Om die afhankelijkheid te beperken wordt gewoonlijk bedongen dat a) de

---

845 Art. 20, lid 1, Besluit FTK. Zie ook De Geus & Adema 2015; Van der Veer & Voerman 2015; DNB De integriteit-risicoanalyse 2015; DNB Risicobeheersing belangenverstremeling bij pensioenfondsen 2015; DNB De 7 elementen van een integere Cultuur 2009; en Code Pensioenfondsen, p. 20.

846 De regeling met betrekking tot persoonlijke transacties (art. 35c-35f Bgfo / art. 12 Uitvoeringsrichtlijn MiFID). Zie verder Joosen 2009, p. 497-500.

847 Zie ook DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013, p. 6. Daarin wordt overigens enkel ingegaan op het belang van toezicht op de beleggingen. Ik meen dat ook toezicht op de bedrijfsvoering van de dienstverlener van belang is. Het zijn immers diens processen die bepalend zijn voor de wijze waarop de beleggingsportefeuille wordt samengesteld. Zo stelt de prudent person-regel juist ook eisen aan de besluitvorming ten aanzien van beleggingsbeslissingen (Maatman 2004a, p. 235). Dat verandert niet wanneer het nemen van beleggingsbeslissingen wordt verlegd naar een dienstverlener.

848 Zie ook Commissie Frijns 2010, p. 44-45.



dienstverlener verantwoording aflegt,<sup>849</sup> b) het fonds een onderzoek ter plaatse kan (laten) uitvoeren en c) de dienstverlener zich periodiek door een onafhankelijke derde laat certificeren.

Het getuigt niet van een beheerste bedrijfsvoering wanneer het pensioenfonds bij problemen in de uitvoering, slechts geïnformeerd toeziet. Het toezicht is pas volledig als het pensioenfonds zijn dienstverlener aanwijzingen kan geven over de uitvoering van de werkzaamheden.

De kwaliteit van het toezicht, en daarmee van de “control” van het pensioenfonds, staat of valt met de binnen het pensioenfonds aanwezige deskundigheid. Bij een ontoereikende deskundigheid kan het fonds geen adequaat toezicht houden op of bruikbare aanwijzingen geven aan zijn dienstverlener. Een probleem hierbij is dat, juist als gevolg van uitbesteding, de deskundigheid binnen pensioenfondsen over de operationele uitvoering is afgenomen.<sup>850</sup>

#### 5.15.2 *Onderlinge informatie-uitwisseling*

De uitbestedingsovereenkomst moet afspraken bevatten over de onderlinge informatie-uitwisseling tussen partijen.<sup>851</sup> De inhoud van die afspraken is niet voorgeschreven. De informatiestromen tussen partijen in een uitbestedingsrelatie houden vooral verband met het houden van toezicht door de opdrachtgever. Dat impliceert ten eerste een stroom met verantwoordingsinformatie van de vermogensbeheerder aan het pensioenfonds. Die stroom zal vooral bestaan uit rapportages, aangevuld met incidentele meldingen en een enkele keer met de bevindingen uit een onderzoek ter plaatse. Ook de gezamenlijke overleggen tussen het pensioenfonds en de vermogensbeheerder vormen een belangrijke informatiestroom.

Omgekeerd impliceert het houden van toezicht ook een informatiestroom in van het pensioenfonds naar de vermogensbeheerder. Het fonds zal zijn vermogensbeheerder moeten informeren over wijzigingen in onder meer zijn beleggingsbeleid, zijn compliance-beleid en zijn integriteitsbeleid. Met name bij gebruik van een buitenlandse vermogensbeheerder zal het fonds ook relevante wijzigingen in de Nederlandse pensioenregelgeving moeten doorgeven. Het fonds blijft er immers voor verantwoordelijk dat

---

849 Opdrachtnemers zijn verplicht om verantwoording af te leggen op grond van art. 7:403 BW. Deze bepaling is echter weer van regeland recht. Het laat bovendien de mate van detaillering van de verantwoording in het midden.

850 Commissie Frijns 2010, p. 45.

851 Zie art. 13, lid 2, sub c, Bupw.

zijn dienstverlener de werkzaamheden uitvoert conform de wettelijke verplichtingen die op het fonds rusten.<sup>852</sup>

### 5.15.3 Rapportages

De meest gebruikelijke manier waarop vermogensbeheerders verantwoording afleggen, is door middel van rapportages. Alle vermogensbeheerders verzorgen standaardrapportages. Daar zijn ze ook toe verplicht.<sup>853</sup> De standaardrapportages voldoen niet per se aan de informatiebehoeften van het pensioenfonds. Ze zijn niet inzichtelijk, bevatten te weinig informatie, zijn soms zelfs onjuist, of zijn te eenzijdig gericht op behaalde rendementen.<sup>854</sup> Het pensioenfonds wint aan “control” wanneer het eerst zelf zijn informatiebehoeften vaststelt.<sup>855</sup> Vervolgens kan het nagaan in hoeverre de standaardrapportages aanpassing of aanvulling behoeven.

De rapportages moeten het bestuur in staat stellen de uitvoering van het beleggingsbeleid te controleren, te beoordelen en zo nodig bij te sturen.<sup>856</sup> Dat stelt inhoudelijke, kwantitatieve en kwalitatieve eisen aan de rapportages.

De rapportages moeten alle aspecten van het mandaat van de vermogensbeheerder behandelen. Het mandaat vormt immers de vertaling van (een deel van) het beleggingsbeleid. Rapportages die eenzijdig zijn gericht op het behaalde rendement, voldoen niet. Ook voor elke in het mandaat opgenomen risicobegrenzing<sup>857</sup> of positielimiet moet worden aangegeven of deze is overschreden. Beter is het wanneer ook wordt aangegeven in hoeverre de vermogensbeheerder de hem toegemeten ruimte heeft benut, wanneer geen limieten of begrenzingsen zijn overschreden.

---

852 Art. 34, lid 1, Pw. Met grotere buitenlandse vermogensbeheerders die op de Nederlandse markt actief zijn, wordt ook wel afgesproken dat de vermogensbeheerder zelf de wijzigingen in de Nederlandse regelgeving bijhoudt. Wanneer financiële ondernemingen werkzaamheden uitbesteden aan partijen buiten de financiële sector, zoals IT-dienstverleners, is het gebruikelijk dat de financiële onderneming zijn dienstverlener informeert over de wijzigende toezichtsregels waaraan de dienstverlening moet voldoen (De Graaf 2011, par. 3).

853 De inhoud van die rapportages moet minimaal voldoen aan art. 70 Bgfo en art. 71a Bgfo (art. 41 en 42 Uitvoeringsrichtlijn MiFID).

854 DNB beleggingsonderzoek 2009, p. 8.

855 DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 5.

856 DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 6.

857 Het gaat dan niet alleen om risico-maatstaven als “tracking error” en VAR. Ook alle de risicobegrenzingsen voor alle andere relevante risico’s moeten terug komen in de rapportages. Daarbij gaat het om bijvoorbeeld risicobegrenzingsen voor tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico en renterisico. Zie par. 5.10.3.

Van een vermogensbeheerder mag men immers verwachten dat hij méér doet dan binnen de gestelde grenzen blijven. Het is zijn taak om het rendement te maximaliseren en de risico's te minimaliseren.<sup>858</sup> Voor zover de vermogensbeheerder het pensioenvermogen belegt via beleggingsinstellingen, moet worden gerapporteerd volgens het "look through"-principe.<sup>859</sup>

Behalve een rapportage van de feiten, zou de rapportage ook een analyse moeten geven van het behaalde resultaat. Voor het beoordelen van de prestatie van de vermogensbeheerder is dit van groot belang. Vaak is een groot deel van het rendement te herleiden tot de gewone markt-bewegingen. Voor zover het resultaat is te herleiden tot bijvoorbeeld over- of onderwegingen van een beleggingscategorie of tot selectie-effecten, kan dit juist getuigen van de kwaliteit van de beheerder. De analyse kan ook leiden tot aanpassing van de risicobegrenzingsen.

Tot slot dient de rapportage niet slechts een opgave, maar tevens een verantwoording van de kosten te bevatten. Zo kan het pensioenfonds controleren of de rekening in overeenstemming is met de gemaakte afspraken. De kostenverantwoording moet niet beperkt blijven tot de kosten die de vermogensbeheerder zelf maakt. Ze moet ook de kosten verantwoorden die door andere partijen in de uitbestedingsketen zijn gemaakt.<sup>860</sup>

De frequentie waarmee de rapportages worden aangeleverd moet aansluiten bij de aard van de beleggingen.<sup>861</sup> Naarmate aan een portefeuille meer risico's zijn verbonden, is een hogere frequentie op haar plaats. Meer frequente rapportages zijn daarom op hun plaats bij bijvoorbeeld een portefeuille aandelen in een zeer volatiele sector of regio. Het risiconiveau wordt echter niet alleen door het beleggingsrisico bepaald. Zo kenmerken vastgoedportefeuilles zich mede door risico's in verband met de intransparantie rond de prijsvorming in de markt. Aan private-equityportefeuilles zijn soms grote risico's verbonden in verband met de

---

858 Voor passieve beheerders ligt dit anders. Zij dienen zo min mogelijk af te wijken van de afgesproken index.

859 DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013, p. 7. Het "look through"-principe (of doorkijkprincipe) houdt in dat de deelneming in de beleggingsinstelling wordt uitgesplitst aan de hand van de portefeuilledeling van die beleggingsinstelling. Relevant is immers niet enkel de omvang van de deelneming in de beleggingsinstelling (vanwege het concentratierisico), maar vooral ook de indirecte blootstelling aan de verschillende beleggingscategorieën waarin de beleggingsinstelling belegt.

860 Par. 5.12.

861 DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 6.

beleggingsstrategieën die sommige hedge funds hanteren. Die risico's worden soms nog vergroot door intransparantie omtrent de inhoud van die strategieën.<sup>862</sup>

De informatiebehoefte van het fonds is medebepalend voor de gewenste rapportagefrequentie.<sup>863</sup> Zo kan het fonds behoefte hebben aan meer rapportages in tijden van grote marktonzekerheid. Een incidentele rapportage kan bijzonder gewenst zijn wanneer een tussentijdse wijziging of tijdelijke aanpassing van de beleggingsstrategie overwogen wordt.

Het komt voor dat een pensioenfonds is aangesloten op de systemen van zijn vermogensbeheerder. Dit geeft het pensioenfonds op continue basis inzicht in de samenstelling van zijn beleggingsportefeuille. Rapportages blijven nodig. Zij dienen dan ter verantwoording van de gemaakte keuzes.

Kwalitatief moeten de rapportages een voldoende mate van detaillering hebben. Zonder voldoende detaillering kan het fonds niet effectief de verrichte werkzaamheden controleren of de samenstelling van de portefeuille beoordelen.

De rapportages moeten helder en inzichtelijk zijn. Ze vormen immers een verantwoording aan het fonds. De rapportages moeten wat betreft complexiteit ook aansluiten bij het deskundigheidsniveau dat binnen het fonds aanwezig is.<sup>864</sup> Dat mag geen reden zijn voor de vermogensbeheerder om de rapportages te simpel te maken.<sup>865</sup> De rapportages moeten op de eerste plaats volledig zijn. Het pensioenfonds kan zich eventueel laten bijstaan door een (onafhankelijke) adviseur. Indien aanwezig, kan het zich natuurlijk ook laten bijstaan door medewerkers van het bestuursbureau, een risicobeheerafdeling of een interne-controlefunctie.

#### 5.15.4 Bijzondere informatieverplichtingen

Informatie die niet in de standaardrapportages is opgenomen, maar wel bij de vermogensbeheerder aanwezig is, kan voor het pensioenfonds zeer relevant zijn.

---

862 De AIFMD beoogt overigens met informatieverplichtingen die intransparantie te beperken.

863 DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 6.

864 Zie ook par. 3.6.3 en 5.5.

865 Volgens DNB bestaat er "een neiging bij interne en externe beheerders om de risicorapportage te simpel te houden, omdat de klant het anders niet zou begrijpen" (DNB beleggingsonderzoek 2009, p. 8).

Dat kan op de eerste plaats informatie over de vermogensbeheerder zelf zijn. In het normale geval onderzoekt het pensioenfonds in hoeverre de bedrijfsvoering van de vermogensbeheerder voldoet aan zijn selectiecriteria, alvorens hem te benoemen. Ná de benoeming kunnen daarin echter belangrijke wijzigingen plaats hebben. Dat kan bijvoorbeeld gaan om een wijziging in de (interne) beloningsstructuur, het verlies van “key personnel”, een wijziging in de zeggenschapsverhoudingen binnen de onderneming of de instelling van juridische acties tegen de vermogensbeheerder door diens toezichthouder of cliënten. Ook kunnen er zich incidenten in de bedrijfsvoering voordoen, bijvoorbeeld doordat de vermogensbeheerder door een andere klant aansprakelijk wordt gesteld of omdat hij een databeveiligingsprobleem constateert.<sup>866</sup> Door contractueel voor de vermogensbeheerder een meldplicht ten aanzien van zulke wijzigingen en incidenten op te nemen, houdt het fonds goed zicht op de uitvoering van zijn uitbestede werkzaamheden. Een contractuele meldplicht ten aanzien van incidenten is voor het pensioenfonds bovendien noodzakelijk, omdat het fonds op zijn beurt DNB moet informeren over incidenten.<sup>867</sup>

Op de tweede plaats kan het gaan om informatie met betrekking tot de bedrijfsvoering van partijen in de verdere beleggingsketen. De vermogensbeheerder moet in ieder geval verantwoordelijk<sup>868</sup> worden gehouden

---

866 Een “incident” is gedefinieerd als “een gedraging of gebeurtenis die een ernstig gevaar vormt voor de integere uitoefening van het bedrijf van een fonds” (art. 19a, lid 2, Besluit FTK). De AFM heeft ter consultatie een concept-Beleidsregel incident Wft/BGfo opgesteld waarin de AFM verduidelijkt wat zij onder een incident verstaat. Deze concept-Beleidsregel is niet bedoeld voor pensioenfondsen, maar heeft eenzelfde achtergrond als de incidentenregeling voor pensioenfondsen (zie volgende voetnoot). Het Bgfo heeft ook eenzelfde definitie van “incident” (art. 1 Bgfo). De concept-Beleidsregel van de AFM kan daarom voor pensioenfondsen ter inspiratie dienen.

867 Art. 19a, Besluit FTK. Een “incident” is daar gedefinieerd als “een gedraging of gebeurtenis die een ernstig gevaar vormt voor de integere uitoefening van het bedrijf van een fonds”. In de toelichting op dit artikel wordt buiten twijfel gesteld dat de meldplicht niet enkel ziet op incidenten die bij het pensioenfonds zelf plaatsvinden, maar ook op incidenten bij zijn dienstverlener. Eenzelfde verplichting is ook opgenomen voor DNB-vergunde ondernemingen (art. 12, lid 3, Bpr), beleggingsondernemingen (art. 19, lid 3, Bgfo), financiële dienstverleners (art. 24, lid 3, Bgfo) en overige AFM-vergunde ondernemingen (art. 14, lid 3, Bgfo).

868 De begrippen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid moet men uit elkaar houden. *Aansprakelijkheid* ziet op het vergoeden van eventuele schade; *verantwoordelijkheid* ziet op het rechtvaardigen of afleggen van rekenschap. (Zie ook: Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 439 met verdere verwijzingen). De vermogensbeheerder hoeft niet per se (volledig) aansprakelijk te zijn voor het handelen van zulke, door hem ingeschakelde partijen (zie par. 5.17). Hij moet wel desgewenst over dit handelen rekenschap afleggen. Vergelijk ook art. 38d,

voor handelingen van partijen die door hemzelf, al dan niet bij wijze van (onder)uitbesteding, zijn ingeschakeld.<sup>869</sup> Van de vermogensbeheerder mag daarom zonder meer worden verwacht dat hij het pensioenfonds informeert over belangrijke wijzigingen van en incidenten in de bedrijfsvoering van die partijen.

Het is verstandig om in de uitbestedingsovereenkomst een bepaling op te nemen waarin de vermogensbeheerder zich verplicht om het pensioenfonds over dergelijke belangrijke gebeurtenissen te informeren.<sup>870</sup>

Hoewel de deelneming in een beleggingsinstelling in beginsel geen vorm van uitbesteding is,<sup>871</sup> doen zich daarbij wel vergelijkbare problemen voor. Zo zal een pensioenfonds dat via een beleggingsinstelling belegt, ook de nodige informatie over (wijzigingen binnen) de beleggingsinstelling en haar beheerder willen weten. Het kan zo controleren of de deelneming nog past in zijn beleggingsbeleid. Het is daarom belangrijk dat het pensioenfonds zich door zijn vermogensbeheerder ook laat informeren over voorgenomen wijzigingen in de beleggingsstrategie van de – intern dan wel extern beheerde – beleggingsinstelling.

#### 5.15.5 *Andere controlemechanismen*

##### 5.15.5.1 *Inschakeling van een onafhankelijke custodian*

De door de vermogensbeheerder verzorgde rapportages moeten – uiteraard – correct zijn. Daar lijkt het in de praktijk overigens wel eens aan te schorten.<sup>872</sup> De “control”-gedachte brengt mee dat ze ook controlebaar moeten zijn.

De custodian heeft als bewaarder van het pensioenvermogen bij uitstek zicht op de precieze samenstelling van de portefeuille. Daarmee

---

lid 1, sub a, Bgfo (voor beleggingsondernemingen), art. 12, sub a, Bupw (voor pensioenuitvoerders), art. 27, lid 2, Bpr (voor DNB-vergunde ondernemingen), art. 38, lid 1, sub a (voor beheerders en bewaarders van icbe's), art. 38g (voor betaal- en elektronischgeldinstellingen) en art. 38l, sub a (voor premiepensioeninstellingen).

869 Zie par. 2.6 over (o.m.) quasi-uitbesteding en par. 2.5.4.1 over de inschakeling van een broker.

870 Vergelijk ook art. 38e, lid 2, sub f, Bgfo: “De beleggingsonderneming draagt er zorg voor dat (...) de derde haar in kennis stelt van elke ontwikkeling die van wezenlijke invloed kan zijn op zijn vermogen om de uitbestede werkzaamheden efficiënt en met inachtneming van de wettelijke voorschriften uit te voeren” en het woordelijk bijna identieke art. 75, sub j, Gedelegeerde AIFMD-verordening.

871 Zie par. 2.5.8.6 onder a.

872 DNB beleggingsonderzoek 2009, p. 8. In het DNB beleggingsonderzoek 2010, p. 6 noemt DNB ook de onafhankelijke controle van de rapportage een aandachtspunt.

verkeert hij in de ideale positie om namens het pensioenfonds controlewerkzaamheden op de vermogensbeheerder uit te voeren. Daarvoor is wel nodig dat de custodian onafhankelijk is ten opzichte van de vermogensbeheerder. Door een eenvoudige vergelijking van de administraties van de vermogensbeheerder en de custodian kunnen administratieve vergissingen worden gecorrigeerd.<sup>873</sup> In aanvulling hierop bieden custodians vaak ook aan om analyses te maken van de prestaties van vermogensbeheerders. Rapportages van de vermogensbeheerder zelf blijven niettemin nodig. Zij vormen namelijk ook een verantwoording van zijn beslissingen.

#### 5.15.5.2 Derdenverklaring

Het is heel gebruikelijk dat van de vermogensbeheerder een derdenverklaring wordt geëist.<sup>874</sup> Een derdenverklaring is een door een onafhankelijke derde opgestelde verklaring die dient ter verzekering dat de dienstverlener “in control” is over de eigen bedrijfsvoering. Een dergelijke verklaring is van belang voor het pensioenfonds. Het kan zelf immers niet “in control” zijn over (zijn) uitbestede werkzaamheden, als zijn dienstverlener daarover al niet “in control” is.

De ISAE 3402-verklaring vormt de standaard.<sup>875</sup> Een ISAE 3402-verklaring wordt afgegeven door een registeraccountant of register-EDP-auditor. Van de ISAE 3402-verklaring bestaan twee typen. Type I geeft een beschrijving van de bedrijfsvoering op een specifiek moment. Het is een momentopname dat zekerheid geeft over de opzet en het bestaan van beheersingsmaatregelen. Voor type II is ook gedurende een periode van minimaal 6 maanden de werking getest. Naast een verzekering van de

---

873 Hier zijn wel praktische afspraken tussen de vermogensbeheerder en de custodian nodig. Zo zullen zij onder meer afspraken moeten maken over de peilmomenten waarop de activa worden gewaardeerd. Zie par. 5.10.5 over de samenwerking van de vermogensbeheerder met andere partijen.

874 In goed jargon wordt dit ook wel een “Third Party Statement” genoemd.

875 Geregeld wordt nog om een SAS 70-verklaring gevraagd. Met de ontwikkeling van de ISAE 3402-verklaring, is de SAS 70-verklaring echter enigszins achterhaald. Een SAS 70-verklaring is beperkt tot de bedrijfsprocessen die direct relevant zijn voor de financiële verslaggeving. De ISAE 3402-verklaring is een doorontwikkeling van de SAS 70-verklaring. Ze geeft niet enkel zekerheid over de bedrijfsprocessen met betrekking tot de financiële verslaggeving, maar desgewenst ook met betrekking tot de naleving van wet en regelgeving en de efficiëntie en effectiviteit van de bedrijfsvoering. Wel moeten de te beoordelen controlemaatregelen altijd ten minste indirect relevant zijn voor de financiële rapportage. Zie verder Verweij 2010.

opzet en het bestaan van beheersingsmaatregelen, geeft dit type verklaring zekerheid over de effectieve werking ervan.

Hoewel de ISAE 3402-verklaring de standaard vormt, doet een opdrachtgever er verstandig aan zich van het bereik van die verklaring rekenschap te geven. Een ISAE 3402-verklaring houdt een oordeel in over enkel de beheersingsmaatregelen met betrekking tot de financiële rapportage. Ze houdt geen oordeel in over beheersingsmaatregelen met betrekking tot bijvoorbeeld de naleving van het “best execution”-beleid, het integriteitsbeleid of het uitbestedingsbeleid (van die dienstverlener). Voor een oordeel met betrekking tot zulke bedrijfsprocessen, kan een opdrachtgever om een ISAE 3000-verklaring vragen. De ISAE 3000-verklaring is algemener. Ze is niet beperkt tot beheersingsmaatregelen inzake de financiële rapportage. Ze ziet ook niet specifiek op uitbesteding, zoals de ISAE 3402-verklaring, maar kan daar wel voor worden gebruikt.

Ook bij gebruik van een ISAE 3000-verklaring, doet de opdrachtgever er goed aan om kritisch naar het bereik van de verklaring te kijken. De verklaring betreft namelijk alleen dié bedrijfsprocessen waarvoor de dienstverlener een verklaring heeft aangevraagd. Een vermogensbeheerder kan bijvoorbeeld over een ISAE 3000-verklaring beschikken die wel de administratieve vastlegging van transacties dekt, maar niet de naleving van wet- en regelgeving of de processen om beleggingen te selecteren.<sup>876</sup>

#### 5.15.5.3 Onderzoek ter plaatse

Een pensioenfonds kan bedingen dat het bevoegd is om een onderzoek ter plaatse uit te (laten) voeren. Het opnemen van een dergelijk beding is niet expliciet verplicht. Men kan zich evenwel afvragen of een pensioenfonds wel “in control” kan zijn, wanneer het een dergelijk beding niet opneemt. Het pensioenfonds is immers te allen tijde verantwoordelijk voor de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden.<sup>877</sup> Een derdenverklaring geeft wel enige mate van zekerheid dat de dienstverlener te allen tijde volledig “in control” is. Een sluitende garantie geeft het echter niet. Indien op enig moment twijfels rijzen, moet het fonds die twijfels kunnen wegnemen. Wanneer de vermogensbeheerder geen tevredenstellende

---

<sup>876</sup> Zo ook: Van Asselt & Bastian 2014, onder “Transparantie over processen”.

<sup>877</sup> Voor financiële ondernemingen kan het uitvoeren van een onderzoek ter plaatse ook nodig zijn om vragen van de toezichthouder te beantwoorden. De toezichthouder richt zich in beginsel tot de onder toezicht staande instelling. Een onderzoek ter plaatse van de dienstverlener is slechts aan de orde als niet op andere wijze kan worden vastgesteld dat de wettelijke voorschriften ter zake worden nageleefd. Zie par. 5.15.5.3.



antwoorden produceert, rest niets anders dan een onderzoek ter plaatse. Pensioenfondsen die deze bevoegdheid hebben bedongen, gebruiken haar in de praktijk niet vaak. Dat doet er niet aan af dat het pensioenfonds *te allen tijde* zijn verantwoordelijkheid moet kunnen waarmaken. Voor uitbestedende beleggingsondernemingen is het opnemen van een dergelijk beding dan ook verplicht.<sup>878</sup>

Het uitvoeren van het onderzoek vereist de nodige kennis over operationele zaken. Die kennis zal niet altijd binnen het fonds aanwezig zijn. Het is daarom verstandig te bedingen dat het fonds ook anderen kan aanwijzen om een onderzoek ter plaatse uit te voeren.<sup>879</sup> Met een dergelijke afspraak kan ook de accountant toegang worden verleend.<sup>880</sup> Ook kan het fonds zo voldoen aan zijn verplichting om voor zijn toezichthouder toegang te bedingen.<sup>881</sup>

#### 5.15.6 *Aanwijzingen en instructies*

Adequaat toezicht houden blijft niet beperkt tot geïnformeerd toekijken hoe zaken (mis)lopen. Het pensioenfonds moet in de vermogensbeheervereenkomst daarom regelen dat het “te allen tijde wijzigingen aan [kan] brengen in de wijze waarop de uitvoering van de werkzaamheden door de [vermogensbeheerder] geschiedt”.<sup>882</sup>

Een pensioenfonds heeft een gerechtvaardigd belang om bepaalde aanwijzingen te geven. Toezicht houden is weinig zinvol als niet kan worden ingegrepen. Zo kan het pensioenfonds bijvoorbeeld een redelijk belang hebben om, naar aanleiding van gewijzigde informatiebehoefte, een aangepaste inrichting van de rapportages te verlangen. Zelfs een instructie

---

878 Art. 38e, lid 2, sub i, Bgfo.

879 Dan kan ook eenvoudig worden voldaan aan de verplichting te bedingen dat de toezichthouder een onderzoek ter plaatse kan uitvoeren (zie par. 6.6.2.4). Het pensioenfonds wijst dan eenvoudigweg een of meer toezichthouders aan. Ook voor de accountant kan het noodzakelijk zijn om een onderzoek ter plaatse van de vermogensbeheerder te verrichten. Beleggingsondernemingen zijn verplicht die mogelijkheid voor hun accountant te bedingen (art. 38e, lid 2, sub i, Bgfo). Ook dan is het dan eenvoudig als hij slechts hoeft te worden aangewezen.

880 Voor beleggingsondernemingen is dit expliciet verplicht (art. 38e, lid 2, sub i, Bgfo).

881 Art. 13, lid 2, sub g, Bupw.

882 Art. 13, lid 2, sub e, Bupw. Voor DNB-vergunde instellingen wordt dezelfde terminologie gehanteerd (art. 31, lid 2, sub b, Bpr). Bij beleggingsinstellingen en premiepensioeninstellingen wordt de term “instructie” gebruikt (art. 38, lid 1, sub b, Bgfo en art. 38l, sub b, Bgfo).

om een medewerker van de vermogensbeheerder uit het team te halen dat het vermogensbeheer voor het pensioenfonds verzorgt, is niet per se onredelijk.<sup>883</sup>

Toch blijkt het in de praktijk vaak lastig om in de overeenkomst een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen op te nemen. Vermogensbeheerders vrezen dat het pensioenfonds zich intensief met de bedrijfsvoering gaat bemoeien. De keuzes die een vermogensbeheerder maakt ten aanzien van de inrichting van de bedrijfsvoering stellen hem in staat om optimaal zijn expertise en vaardigheden te benutten en zijn dienstverlening tegen een concurrerende prijs aan te bieden. Een onverkorte bevoegdheid aan opdrachtgevers om zich daarmee te bemoeien, grijpt in in het hart van zijn onderneming. Het gaat het pensioenfonds niet aan om bijvoorbeeld de hiërarchische organisatiestructuren binnen de organisatie van de vermogensbeheerder aan te passen of te regelen hoe de informatiesystemen worden ingericht.

In feite balt in de te bedingen aanwijzingsbevoegdheid zich het spanningsveld van de uitbestedingsparadox samen. Om “in control” te blijven, moet het fonds de regie over de uitvoering houden. Trekt het echter de regie teveel naar zich toe, dan ondergraaft het de ratio van de uitbesteding.<sup>884</sup>

Mijns inziens is een onbeperkte aanwijzingsbevoegdheid niet vereist. Waar het om gaat, is dat het pensioenfonds effectief wijzigingen in de uitvoering van (zijn) uitbestede werkzaamheden kan bewerkstelligen. Wijzigingen in de bedrijfsvoering van de vermogensbeheerder horen niet het doel te zijn. Aanwijzingen ten aanzien van de uitvoering kunnen natuurlijk wel gevolgen hebben voor de bedrijfsvoering van de vermogensbeheerder. Zo moet de vermogensbeheerder operationele wijzigingen aanbrenge, als het pensioenfonds aanvullende informatie in zijn rapportages verlangt. Ook wanneer het pensioenfonds zijn integriteitsbeleid wijzigt, heeft dat gevolgen voor de vermogensbeheerder.<sup>885</sup> Voor zover aanwijzingen gevolgen hebben voor de bedrijfsvoering van de vermogensbeheerder, moet de vermogensbeheerder de ruimte krijgen om zelf invulling te geven aan de gegeven aanwijzingen. Onder omstandigheden

---

883 Moerel & Van Reeken 2009, p. 133. Vaak wordt dan wel een beperking gesteld aan de frequentie waarmee een dergelijk verzoek ingediend kan worden.

884 Par. 5.10.1.

885 Om “in control” te zijn, legt het pensioenfonds immers ook zijn interne beleid op aan zijn vermogensbeheerder (zie par. 5.3.2).

is ook denkbaar dat een aanwijzing zo ingrijpend is dat van de vermogensbeheerder redelijkerwijze niet kan worden verlangd dat hij daar uitvoering aan geeft.

De wettelijke regeling van de overeenkomst van opdracht bevat hetzelfde mechanisme. Een opdrachtnemer is in beginsel gehouden de aanwijzingen van zijn opdrachtgever op te volgen. De redelijkheid en billijkheid kunnen evenwel meebrengen dat dat in een bepaald geval niet hoeft. Daarbij moet worden meegewogen hoe zeer de aanwijzing ingrijpt in de bedrijfsvoering van de opdrachtnemer.<sup>886</sup> Deze regeling is van regelen recht. De in het Bupw voorgeschreven aanwijzingsbevoegdheid impliceert naar mijn mening dat er weinig ruimte is om van deze regeling ten nadele van het pensioenfonds af te wijken. Het beding hoeft mijns inziens ook niet ten nadele van de opdrachtnemer af te wijken van deze regeling: als een aanwijzing zo ingrijpt in zijn bedrijfsvoering dat redelijkerwijze niet van hem kan worden verlangd dat hij daar uitvoering aan geeft, moet hij die naast zich neer kunnen leggen. De consequentie daarvan kan wel zijn dat het pensioenfonds onmiddellijk moet opzeggen.<sup>887</sup>

In de praktijk wordt doorgaans ook geen onverkorte aanwijzingsbevoegdheid opgenomen.<sup>888</sup> Vaak wordt een beding opgenomen dat het pensioenfonds een verzoek kan indienen, op welk verzoek de vermogensbeheerder in beginsel positief zal reageren. Ook komen bedingen voor dat partijen met elkaar in goed overleg zullen treden wanneer het pensioenfonds wijzigingen voorstelt. In mijn ogen volstaan zulke bepalingen.<sup>889</sup>

De inwilliging van een verzoek van het pensioenfonds kan dus heel redelijk zijn. Het is niet redelijk als de vermogensbeheerder de extra kosten moet dragen die met het verzoek gepaard gaan. Het is dan ook gebruikelijk dat deze extra kosten worden doorberekend aan het pensioenfonds.

Sommige aanwijzingen kunnen ook gevolgen hebben voor de mogelijkheid van de vermogensbeheerder om aan zijn taakopdracht te voldoen. Als bijvoorbeeld de vermogensbeheerder op aanwijzing van het

---

886 Art. 7:402 BW. Zie Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014, nr. 103-107.

887 Zie verder par. 5.18.1.

888 In strijd met het Bupw wordt een bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen niet altijd opgenomen. Dat houdt verband met voornoemde bezwaren van vermogensbeheerders. Het komt ook voor dat een aanwijzingsbevoegdheid niet is opgenomen, omdat werd onderhandeld aan de hand van een door de vermogensbeheerder opgestelde modelovereenkomst. In zulke modelovereenkomsten is lang niet altijd een aanwijzingsbevoegdheid opgenomen.

889 Moerel & Van Reeken 2009, p. 147.

pensioenfonds de blootstelling van de portefeuille aan de markt (gedeeltelijk) moet afdekken, verkleint dat de kans dat hij een bovengemiddeld rendement behaalt.<sup>890</sup> Het effect van de aanwijzing kan worden meegenomen bij het bepalen van de prestatie van de vermogensbeheerder. Voor het bepalen van de prestatie van de vermogensbeheerder kan dan worden afgesproken dat wordt uitgegaan van de situatie waarin de aanwijzing niet was gegeven.

#### 5.15.7 Overlegstructuur en evaluaties

Vermogensbeheer is geen exacte wetenschap. De beleggingskeuzes zullen soms wat meer en soms wat minder naar tevredenheid van de klant zijn. Bovendien kunnen wijzigingen in de context van het pensioenfonds tot gewijzigde voorkeuren leiden. Zo kan een verhoogde dekkinggraad leiden tot meer "risk appetite".<sup>891</sup> Dat leidt dan tot een voorkeur voor beleggingskeuzes die, binnen de afgesproken beleggingsrestricties, risicovoller zijn. Door samen de samenstelling van de beleggingsportefeuille te evalueren, leert de vermogensbeheerder de (wijzigende) wensen van het pensioenfonds kennen. Hij kan dan – uit eigen beweging – zijn werkzaamheden zo goed mogelijk op de wensen van het fonds afstemmen. Dat beperkt de noodzaak voor het fonds om door middel van aanwijzingen of instructies in te grijpen.<sup>892</sup>

---

890 Een aanwijzing om de blootstelling aan de markt af te dekken of te beperken, impliceert dat het risico (volatiliteit) in de (deel)markt groter is dan de "risk appetite" van het fonds. In de beleggingstheorie impliceert risico ook een hoger rendement. Zie par. 3.2.1.

Het effect dat de vermogensbeheerder zijn taakopdracht niet kan waarmaken, speelt niet bij instructies waarbij een individuele belegging wordt uitgesloten. Er zijn – in het normale geval toch – voldoende alternatieven voor de uitgesloten belegging met een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel. Heeft de vermogensbeheerder de opdracht om een bovengemiddeld rendement te behalen, dan moeten er eveneens voldoende alternatieven voorhanden zijn (Bauer & Hummels 2008, p. 32-33 en Maatman 2007a, p. 180-181).

891 De achterliggende gedachte is dat er een grotere buffer is om eventuele tegenvallers op te vangen, terwijl er zo meer kans op een bovengemiddeld rendement ontstaat met de bijbehorende mogelijkheid om (meer) te indexeren. Er zijn overigens ook fondsen die bij een hogere dekkinggraad juist kiezen voor een defensievere beleggingshouding. De achterliggende gedachte is daar dat er minder reden is om beleggingsrisico te nemen omdat de (minimaal geïndexeerde) pensioenuitkeringen reeds zijn veilig gesteld. Zie par. 3.6.7.

892 Zie par. 5.15.6.

Evaluaties moeten op zowel operationeel als strategisch niveau plaatsvinden. Op het operationele niveau hoort onder meer een beoordeling van de samenstelling van de beleggingsportefeuille, van het behaalde rendement (per beleggingscategorie ná aftrek van kosten),<sup>893</sup> van het risiconiveau van de portefeuille, van de wenselijkheid om begrenzingsen aan te passen, en van de kosten. Rapportages kunnen, zeker bij tegenvallende resultaten, eenzijdig zijn belicht. Het is aan (het bestuur of leidinggevende medewerkers van) het pensioenfonds om kritisch op die rapportages door te vragen.<sup>894</sup>

In de operationele evaluatie hoort ook een verantwoording van de vermogensbeheerder voor operationele incidenten in de eigen bedrijfsvoering. Dat kan bijvoorbeeld gaan om transacties die niet, gedeeltelijk of vertraagd zijn uitgevoerd. Verder kan men denken aan de niet-tijdige levering van rapportages, een overtreding van het afgesproken integriteitsbeleid en melding van een tegenstrijdig belang of van een databeveiligingsprobleem.

De conclusie hoeft natuurlijk niet automatisch te zijn dat de vermogensbeheerder steken heeft laten vallen. Achteraf is altijd eenvoudig vast te stellen welke beslissingen beter hadden uitgekomen. Wel kan de vraag opkomen, hoe de vermogensbeheerder een volgende keer denkt te handelen in een vergelijkbare situatie.

De vermogensbeheerder hoort in de evaluatie ook verantwoording af te leggen voor het handelen van partijen die hij heeft ingeschakeld.<sup>895</sup>

Ook op strategisch niveau is een periodieke evaluatie van de samenwerking op haar plaats. Levert de samenwerking per saldo op wat het pensioenfonds ervan verwacht? Dat ziet niet enkel op rendement, maar ook op het totale niveau aan risicoblootstelling en de kosten van het vermogensbeheer. Worden de verwachtingen niet gehaald, maar ligt dat niet aan de uitvoering, dan kan dat reden zijn om de beleggingsstrategie te heroverwegen. Presteert de dienstverlener zelf niet naar verwachting, dan kan dat reden zijn om uit te zien naar een nieuwe dienstverlener. Ook kan het aanleiding zijn om te onderhandelen over een gedeeltelijke terugbetaling van de door het pensioenfonds betaalde vergoedingen.<sup>896</sup> Anderzijds

---

893 Het effect van kosten op het netto-rendement van een beleggingscategorie is groot, maar wordt nogal eens uit het oog verloren. Zie ook par. 3.6.8 en 5.12 en DNB Beleggingsonderzoek 2010, p. 7.

894 Commissie Frijs 2010, p. 46-47.

895 Zie par. 5.10.5.

896 Dat kan tot substantiële kortingen leiden (LCP 2013, p. 15).

kan de uitkomst van de evaluatie ook reden zijn om een nieuwe deelportefeuille bij de vermogensbeheerder onder te brengen.

Het pensioenfonds en de vermogensbeheerder moeten afspraken maken over hun overleggen. Tot die afspraken behoren de frequentie ervan, de deelnemers aan de overleggen en vaste agendapunten. Sommige evaluaties zal het fonds overigens zelf moeten maken. Dat geldt in het bijzonder voor de vraag of het tijd is om de vermogensbeheerder op te zeggen.<sup>897</sup>

## 5.16 Problemen tijdens de samenwerkingsfase

### 5.16.1 Calamiteitenbeheersing

Een calamiteit is een gebeurtenis met een (zeer) geringe kans dat het zich op een specifiek moment voordoet,<sup>898</sup> maar met grote gevolgen indien het zich voordoet.<sup>899</sup> Risico wordt binnen het risicomanagement gewoonlijk gedefinieerd als de kans dat een gebeurtenis zich voordoet maal de gevolgen van die gebeurtenis.<sup>900</sup> Vanwege de geringe kans worden calamiteitenscenario's soms genegeerd. De kleine kans maal de grote gevolgen van een calamiteit, maken echter dat een calamiteit een serieus te nemen risico is. Pensioenfondsen zijn daarom gehouden aandacht aan calamiteitenbeheersing te besteden, hoewel een expliciete verplichting daartoe doorgaans ontbreekt.<sup>901</sup>

---

897 Zie par. 5.15.7.

898 Men spreekt wel van "staartrisiko's". Uitgaande van een normaalverdeling, gaat het om de gebeurtenissen die horen bij de "staarten", de uitersten van de klokkurve die een normaalverdeling kenmerken.

899 In navolging van Taleb 2007 spreekt men wel van "black swans".

900 Zie par. 5.2.2.

901 Wel zijn pensioenfondsen gehouden een "financieel crisisplan" op te stellen (zie Beleidsregel financieel crisisplan pensioenfondsen). Een financieel crisisplan beschrijft de maatregelen die een bestuur van een pensioenfonds op korte termijn effectief kan inzetten indien de dekkingsgraad van het pensioenfonds in gevaar komt. Welke maatregelen concreet genomen zullen worden, hangt af van de aard van de crisis en de omstandigheden van dat moment. Het is als het ware een generiek noodplan voor één specifieke situatie.

Een expliciete verplichting tot calamiteitenbeheersing is overigens opgenomen voor banken en beleggingsondernemingen (art. 3:18a Wft jo. art. 25a, lid 1, sub g, Bpr).

Calamiteitenbeheersing is ook in het kader van uitbesteden op haar plaats.<sup>902</sup> Zo kan de dienstverlening worden verstoord of zelfs abrupt eindigen als gevolg van bijvoorbeeld een conflict met de dienstverlener, het faillissement van de dienstverlener of omdat de bedrijfsmiddelen van de dienstverlener worden getroffen door een algehele stroomstoring of zelfs een natuurramp. Het pensioenfonds moet dus “rampscenario’s” onderzoeken. Na analyse daarvan kan het noodplannen formuleren om de eventuele calamiteit het hoofd te bieden.

Het is verstandig om bij het formuleren van de noodplannen ook de dienstverlener te betrekken. De vermogensbeheerder zal in de regel reeds over noodplannen beschikken. Na bestudering van die noodplannen kan het pensioenfonds bepalen of het aanvullende maatregelen wenst van zijn vermogensbeheerder. Ook kan het besluiten welke aanvullende maatregelen het zelf wenst te nemen. Bovendien vergen sommige noodscenario’s een zekere samenwerking tussen het pensioenfonds en de vermogensbeheerder. Zo mag men van de vermogensbeheerder een zeer actieve rol verwachten bij het voorkomen van fraude. Doet zich toch een fraudegeval voor, dan ligt het voor de hand dat de vermogensbeheerder onderzoek verricht. Heeft het fraudegeval betrekking op zijn uitbestede werkzaamheden, dan zal het fonds niettemin bij het onderzoek betrokken willen worden. Met het oog op reputatieschade zullen het pensioenfonds en de vermogensbeheerder bovendien hun communicatie met de buitenwereld moeten afstemmen.

Logischerwijze richt de beheersing van een calamiteit zich op het verkleinen van de kans dat de calamiteit zich voordoet of het verkleinen van de gevolgen. Een effectief noodplan hoeft niet te betekenen dat het noodscenario zich niet meer kan voordoen. Waar het op aankomt, is dat de risico’s worden verkleind tot een omvang die past bij de “risk appetite” en de risicotolerantie van het fonds.<sup>903</sup>

De noodplannen zullen niet regelmatig worden gebruikt. Het is daarom van belang dat ze goed gedocumenteerd zijn en eenvoudig toegankelijk

---

902 Een verplichting tot calamiteitenbeheersing in het kader van uitbesteding is enkel opgenomen voor beleggingsondernemingen (art. 38e, lid 2, sub k, Bgfo). Het belang van calamiteitenbeheersing in het kader van uitbesteding wordt ook benoemd in art. 18, lid 2, EBA Guidelines on internal governance 2011. Ook EIOPA meent dat een uitbestedende onderneming in noodplannen moet voorzien, al denkt zij daarbij vooral aan “exit strategies” (art. 1.86 EIOPA Guidelines on System of Governance 2013).

903 Zie ook art. 31, lid 1, sub b, EBA Guidelines on internal control 2011.

voor zowel het pensioenfonds als de vermogensbeheerder als zich een calamiteit aandient.<sup>904</sup> Het kan bovendien nodig zijn om de werking van de noodvoorzieningen periodiek te controleren en de noodplannen te evalueren.<sup>905</sup> Van de periodieke controle van de noodvoorzieningen van de vermogensbeheerder kan het pensioenfonds een verslag verlangen.

#### 5.16.2 Conflictbeheersing

In een langdurige relatie is de kans groot dat zich een conflict tussen de partners zal voordoen. Het is mogelijk om dan naar de rechter te stappen, maar dit is voor partijen niet altijd de beste keus. Gerechtelijke procedures duren relatief lang, zijn relatief kostbaar en kunnen leiden tot ongewenste publiciteit. De uitkomst sluit wel aan bij de formele rechten van partijen, maar het draagvlak blijft meestal achter bij dat van een gezamenlijk gevonden uitkomst. De kans bestaat dat een juridische procedure niet tot de beëindiging, maar een escalatie van het conflict leidt.

Toch is stil zitten ook geen optie. Het risico voor het pensioenfonds is dat de vermogensbeheerder zich minder voor hem zal inspannen. Ook kan hij zijn beste medewerkers uit het team halen dat voor “de lastige cliënt” werkt en overplaatsen naar een ander team. Voor het pensioenfonds is het ook geen oplossing om het conflict uit de weg te gaan door de uitbestedingsovereenkomst op te zeggen. Het kost tijd en geld om een opvolgende dienstverlener te selecteren en de portefeuille over te dragen.<sup>906</sup> Door in de overeenkomst goede afspraken over geschilbeslechting op te nemen, kunnen de partijen voorkomen dat deze conflicten “door-eteren” en een wissel trekken op de samenwerking.

Vaak wordt overeengekomen dat partijen eerst onderling proberen tot een oplossing te komen. Dit is vaak de goedkoopste en snelste methode en leidt bovendien tot een oplossing die draagvlak heeft. Soms wordt voorzien in een interne escalatieprocedure. Dit houdt in dat eerst de

---

904 Zo is het niet handig als de noodplannen voor stroomuitval slechts digitaal beschikbaar zijn, of de noodplannen voor het geval dat door een natuurramp de bedrijfslocatie van de vermogensbeheerder ontoegankelijk wordt, slechts beschikbaar is op die locatie.

905 Zie ook art. 38e, lid 2, sub k, slot, Bgfo en art. 31, lid 4, EBA Guidelines on internal control 2011.

906 Zie hiervoor par. 5.7. Gedurende de tijd die nodig is om een opvolgende dienstverlener te selecteren, zal het pensioenfonds toch van de diensten van de vermogensbeheerder gebruik maken. Tijdens deze periode van voortgezette dienstverlening (waarover par. 5.18.3) ondervindt het pensioenfonds ook last van het geschil.



medewerkers van beide partijen die het reguliere contact voeren, het geschil proberen op te lossen. Komen zij er niet uit, dan wordt het geschil aan medewerkers op een hiërarchisch hoger niveau voorgelegd.

Het risico bestaat voor het pensioenfonds dat zulk onderling overleg enkel leidt tot vertraging van het moment dat het pensioenfonds een formele procedure kan starten (en het geschil beslechten). Het is daarom wenselijk om af te spreken hoe lang een stap in de geschillenprocedure (bijvoorbeeld het onderlinge overleg) mag duren voor “de volgende stap” genomen wordt. Ook is het verstandig om het recht voor te behouden te allen tijde een voorlopige voorziening te vorderen. Soms moet het fonds direct kunnen optreden, bijvoorbeeld wanneer de vermogensbeheerder niet meewerkt aan een onderzoek door de toezichthouder.

Voor het geval het onderlinge overleg, eventueel na escalatie, niet tot een positieve uitkomst leidt, kunnen diverse vervolgstappen worden afgesproken. Vaak wordt arbitrage afgesproken, maar ook valt te denken aan bemiddeling (of, in goed Engels: “mediation”) of bindend advies.<sup>907</sup>

## **5.17 Aansprakelijkheid. Exoneraties, boeteclausules en vrijwaringen**

### *5.17.1 Exoneraties*

Vermogensbeheerders bedingen gewoonlijk een beperking van hun aansprakelijkheid. De aansprakelijkheid kan op diverse wijzen worden beperkt. Zo is een beperking naar omvang mogelijk. De schadevergoedingsplicht wordt dan gemaximeerd op bijvoorbeeld een bepaald bedrag per jaar of per schadegeval.<sup>908</sup> Ook een beperking van aansprakelijkheid naar oorzaak komt veel voor. De vermogensbeheerder wil bijvoorbeeld geen aansprakelijkheid aanvaarden voor de (correcte) uitvoering van aanwijzingen die het pensioenfonds heeft gegeven.

Voor de meeste financiële sectoren bevatten de uitbestedingsregels geen expliciete voorschriften ten aanzien van exoneraties. Zij zijn wel uitgebreid geregeld voor bewaarders van beleggingsinstellingen. In essentie kunnen

---

907 Al deze procedures hebben hun eigen voor- en nadelen, maar dit proefschrift is niet de plaats om ze uitgebreid te bespreken. Ik volsta daarom met een verwijzing naar Klaassen 2011; Ernste 2012; en Van Ginkel 2013.

908 Voor de hoogte van het bedrag wordt dan vaak aangesloten bij het bedrag waarvoor de dienstverlener is verzekerd (Moerel & Van Reeken 2009, p. 214).

abi-bewaarders zich enkel exonereren voor het verlies door een subbewaarder van bewaarde activa, wanneer de subbewaarder de aansprakelijkheid volledig overneemt.<sup>909</sup> Een dergelijke voorwaarde garandeert dat de beleggingsinstelling zich volledig kan verhalen op in elk geval één van de ketenpartijen, althans zolang geen van de ketenpartijen faillieert. Na implementatie van de icbe 5-richtlijn kan een icbe-bewaarder zich zelfs in het geheel niet exonereren.<sup>910</sup>

Niettegenstaande mijn pleidooi voor een kruissectorale interpretatie van uitbestedingsregels,<sup>911</sup> meen ik dat deze regelingen niet leidend zijn voor exoneraties bij uitbesteding in andere gevallen. Zij zijn zelfs niet leidend bij uitbesteding door bewaarders van andere taken dan bewaring van activa. De exoneratiedrempel voor bewaarders bij uitbesteding van de bewaring van activa is bijzonder hoog. Dat laat zich verklaren doordat de custodian optreedt als garantieggever van de activa van de beleggingsinstelling.<sup>912</sup> De aansprakelijkheidslat ligt bij andere financiële ondernemingen niet zó hoog.<sup>913</sup>

Ook voor pensioenfondsen bevatten de uitbestedingsregels geen voorschriften ten aanzien van exoneraties. Een door een pensioenfonds verleende exoneratie komt mogelijk wel in strijd met de eis van een beheerste bedrijfsvoering.<sup>914</sup> Ik zal hieronder eerst onderzoeken in hoeverre exoneraties aanvaardbaar zijn.

#### 5.17.1.1 Grenzen aan exoneraties

Een vérgaande exoneratie neemt bij de dienstverlener de prikkel weg om zich maximaal in te spannen en schadegevallen zoveel mogelijk te voorkomen. Het pensioenfonds maakt zich dan wel erg afhankelijk van de goede wil van zijn dienstverlener.<sup>915</sup> Men kan dan bezwaarlijk nog menen

---

909 Art. 21, lid 13, AIFMD. Deze AIFMD-regeling is overigens niet goed geïmplementeerd in de Nederlandse regelgeving (Van der Velden 2013, p. 977-985).

910 Art. 24, lid 3 en 4, Icbe 4-richtlijn, zoals deze luiden na aanpassing door art. 1, lid 7, Icbe 5-richtlijn. Zie uitgebreid over exoneratie van de custodian bij uitbesteding: Grundmann-van de Krol 2015, p. 264-265; Grundmann-van de Krol 2013, p. 106-107 en p. 191-192 en Van der Velden 2013, p. 981-983. De icbe 5-richtlijn moet uiterlijk 18 maart 2016 zijn geïmplementeerd (art. 2, Icbe 5-richtlijn).

911 Par. 2.4.

912 Lieverse 2013, p. 471.

913 De aansprakelijkheidslat ligt eveneens lager bij de uitbesteding door de bewaarder van andere taken dan de bewaring van activa.

914 Art. 143 Pw.

915 Zo ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 214.

dat het pensioenfonds “in control” is. Door (te) vérgaand te exonereren handelt een pensioenfonds dus in strijd met de ratio van de uitbestedingsregels.<sup>916</sup>

Anderzijds zijn exoneraties niet geheel ontoelaatbaar.<sup>917</sup> Integendeel, exoneraties kunnen zeer redelijk zijn. Zonder exoneraties staat het schadevergoedingsrisico voor de dienstverlener mogelijk in geen enkele redelijke verhouding tot zijn winstmarge. Bovendien zou het pensioenfonds, wanneer het de uitbestede werkzaamheden zélf zou verrichten, ook het risico lopen dat weleens wat mis gaat. Het kan in dat geval zijn schade ook niet afwentelen.<sup>918</sup>

Het fonds moet er natuurlijk wel voor oppassen dat de exoneraties zover worden opgerekt dat zijn schadeposten ná de uitbesteding groter zijn dan voorheen. De rest-aansprakelijkheid van de dienstverlener moet dus nog van zo een omvang zijn dat hij een voldoende prikkel voelt om zich goed in te spannen en schadegevallen voor hemzelf én zijn opdrachtgever te voorkomen. Een beperking tot het bedrag dat op grond van een aansprakelijkheidsbeperking wordt uitgekeerd, is daarom onwenselijk. Dat geldt ook voor een beperking van de aansprakelijkheid tot slechts schade die het gevolg is van opzet of grove schuld.<sup>919</sup>

Hoe de formulering van de exoneratie eruit mag zien, valt niet in zijn algemeenheid te stellen. Wordt bijvoorbeeld de omvang van de schadevergoeding gemaximeerd op een bepaald bedrag, dan moet dat bedrag mede worden afgezet tegen de omvang van de ondergebrachte portefeuille.<sup>920</sup>

Hierboven behandelde ik de toelaatbaarheid van exoneraties vanuit de invalshoek van de (uitbestedings)regels die voor het pensioenfonds gelden. De toelaatbaarheid van exoneraties wordt ook beperkt door regelgeving die van toepassing is op de vermogensbeheerder. De volle werking<sup>921</sup> van de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn MiFID brengt mee dat wanneer contractspartijen soepeler zijn dan de bepalingen uit deze richtlijnen, de rechtshandeling zonder rechtsgevolg blijft. Dat hoeft niet te betekenen dat

---

916 Zie par. 2.3.

917 Evenzo: Silverentand & Van der Eerden 2014, p. 75.

918 Zo ook Moerel & Van Reeken 2009, p. 214.

919 De Greef, Kleijne & Schoonhoven 2014, p. 35 noemen een dergelijke aansprakelijkheidsbeperking zelfs “niet van deze tijd”.

920 De Greef, Kleijne & Schoonhoven 2014, p. 35, wijzen erop dat een beperking tot maximaal eenmaal de jaarvergoeding in geen verhouding staat tot de schade die het fonds bij uitbesteding van het vermogensbeheer kan lijden.

921 Zie par. 4.2.

het exoneratiebeding aantastbaar is.<sup>922</sup> Het betekent wel dat de vermogensbeheerder zich niet kan beroepen op een exoneratie die zó vergaand is, dat zij afbreuk<sup>923</sup> doet aan zijn in de richtlijnen voorgeschreven (zorg)plichten.<sup>924</sup>

Ook buiten de financiële regelgeving zijn grenzen aan exoneratieclausules gesteld. Zo is het niet mogelijk om de aansprakelijkheid te beperken voor fouten die zijn veroorzaakt door opzet of grove schuld. Dergelijke exoneraties zijn in strijd met de goede zeden.<sup>925</sup> Ook kan een beroep op een (geldig) exoneratiebeding naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zijn.<sup>926</sup> Bij de beoordeling daarvan zijn alle omstandigheden van het geval van belang, waaronder de aard en de verdere inhoud van de overeenkomst, de maatschappelijke positie en onderlinge verhouding van partijen, de wijze waarop het beding tot stand is gekomen, de mate waarin de wederpartij zich de strekking van het beding bewust is geweest, de zwaarte van de schuld aan het veroorzaken van de schade, mede in verband met de aard en de ernst van de bij de gedraging betrokken belangen.<sup>927</sup>

#### 5.17.1.2 Exoneraties bij onderuitbesteding

Door uitbesteding en onderuitbesteding ontstaan vaak hele ketens van dienstverlening. Om de nodige “control” over zijn uitbestede activiteiten te behouden, moet het pensioenfonds ook een zekere invloed over zulke ketens van dienstverlening uitoefenen. Dat betekent in de praktijk dat het

---

922 Zie par. 4.5.

923 Net als bij de toelaatbaarheid van exoneraties vanuit het oogpunt van de uitbestedingsregels voor het pensioenfonds, geldt mijns inziens ook hier weer dat een exoneratie is toegestaan, zolang het geen afbreuk doet aan zijn “prikkel” om zich goed in te spannen.

924 Zo ook Busch 2013, p. 177. In gelijke zin, maar toch voorzichtiger: Busch 2014, p. 167 en Busch & Silverentand 2012, nr. 7.177.

Het gaat niet enkel om een ondermijning van zorgplichten jegens de cliënt. In Rb Rotterdam 25 mei 2009, JOR 2009/231, m.nt. Grundmann-van de Krol onder JOR 2009/232 (Stichting Belangen Investeerdere PG 201/AFM)ging de rechtbank mee in het standpunt van de AFM dat de door de aanbieder van beleggingsobjecten gebruikte uitsluiting van aansprakelijkheid “geen blijk geeft van de waarborging van een beheerste en integere bedrijfsvoering”.

Zie verder par. 4.5.3.

925 Zie bijv. HR 18 juni 2004, NJ 2004, 585 (Kuunders/Swinkels).

926 Art. 6:248, lid 2, BW.

927 HR 19 mei 1967, NJ 1967, 261, m.nt. Scholten (Saladin/HBU); HR 20 februari 1976, NJ 1976, 486 (Pseudo-vogelpest) en HR 25 april 1986, NJ 1986, 714 (Smilde).

pensioenfondsen zijn dienstverlener verplicht om de uitbestedingsvoorwaarden als een soort kettingbeding door te geven aan onderdienstverleners.<sup>928</sup>

Voor exoneraties geldt hetzelfde. Zoals het pensioenfonds bij uitbesteding geen al te vergaande exoneraties kan toestaan, kan het dat ook niet toestaan bij onderuitbesteding.<sup>929</sup> Dat zou eveneens afbreuk doen aan zijn “control”, doordat de “control” van zijn dienstverlener over de verdere keten van dienstverlening wordt ondermijnd. Een te vergaand geëxoneerde onderdienstverlener voelt immers ook geen sterke prikkel om zich maximaal in te zetten. Weliswaar wordt het pensioenfonds financieel gecompenseerd door zijn hoofd-dienstverlener (voor zover deze niet óók is geëxoneerd) voor fouten van partijen in de verdere keten. “Control” ziet evenwel eerder op het voorkómen van fouten dan op het achteraf verkrijgen van een (partiële) compensatie.

Het is voor het pensioenfonds lastig om precies aan te geven hoe ver een exoneratie in de keten van dienstverlening mag reiken, zonder dat dat de “control” van het pensioenfonds ondermijnt. Ook hier geldt weer dat dat afhankelijk is van alle omstandigheden, waaronder de grootte van de deelopdracht aan de onderdienstverlener. Het komt dan aan op een algemene contractsbepaling dat exoneraties aan een onderdienstverlener niet zo ver mogen gaan dat dit de verantwoordelijkheid van de dienstverlener ondermijnt.

Een vermogensbeheerder die onderuitbesteedt is overigens op grond van de op hem van toepassing zijnde toezichtrechtelijke regelgeving al gehouden om “control” over de keten van dienstverlening te behouden.<sup>930</sup> Reeds op grond van die regelgeving kan een vermogensbeheerder dus geen verregaande exoneraties in de keten toestaan.

### 5.17.1.3 Exoneraties bij quasi-onderuitbesteding

Het komt nogal eens voor dat vermogensbeheerders namens het pensioenfonds andere partijen inschakelen, zonder dat er sprake is van uitbesteding in de zin van de wet. Het gaat dan bijvoorbeeld om de inschakeling van brokers en custodians. Ook komt het voor dat vermogensbeheerders namens het pensioenfonds andere partijen aanzoeken voor activiteiten die wel onder het begrip uitbesteding vallen, maar zonder dat zij zullen werken

---

928 Zie par. 2.5.7.3 en 5.11.

929 Iets voorzichtiger: Maatman & Van der Graaf 2013b, p. 1016.

930 Zie par. 2.5.7.3 en 5.11.

onder verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder. Het gaat bijvoorbeeld om de inschakeling van een onafhankelijke risicobeheerder of de selectie van diverse gespecialiseerde vermogensbeheerders. Al deze partijen worden, door bemiddeling van de vermogensbeheerder, rechtstreeks dienstverlener van het pensioenfonds. Er is daarom geen sprake van onderuitbesteding, ofwel omdat er al geen sprake is van uitbesteding in de zin van de wet, ofwel omdat door bemiddeling een rechtstreekse uitbestedingsrelatie tussen pensioenfonds en derde tot stand wordt gebracht.<sup>931</sup>

Het is gebruikelijk dat de vermogensbeheerder zijn aansprakelijkheid in deze situaties beperkt tot de zorgvuldige selectie van zulke dienstverleners.<sup>932</sup> Tegen een dergelijke exoneratie bestaat geen bezwaar. Een zorgvuldige selectie impliceert dan wel dat zulke door de vermogensbeheerder ingeschakelde derde-dienstverleners contracteren op door het pensioenfonds opgestelde (rand)voorwaarden. Daar horen ook afspraken over exoneraties bij.

#### 5.17.2 *Boeteclausules en vrijwaringen*

In plaats van schadevergoedingen komen ook boetebedingen en vrijwaringen voor. In bepaalde gevallen zijn zulke afspraken effectiever dan een te betalen schadevergoeding.

Zo zal de schade van een niet tijdig aangeleverde rapportage in de regel nihil of gering zijn en bovendien lastig vast te stellen. Rapportages zijn echter essentieel voor een uitbestedende organisatie. Om niet achter de feiten aan te lopen, is het belangrijk dat ze op tijd worden aangeleverd. Een boeteclausule<sup>933</sup> is dan geschikter als instrument van aansporing dan een te betalen schadevergoeding. De hoogte van de te betalen boete moet dan wel een reële prikkel vormen voor de dienstverlener om de gemaakte afspraken na te komen.

Met een vrijwaring verplicht een partij zich om de ander schadeloos te stellen voor gemaakte kosten en verliezen. In feite gaat het dus om een schadevergoeding. Daarop zijn overeengekomen exoneraties dan ook van toepassing. Echter, de bedoeling met een vrijwaring is gewoonlijk juist dat de vrijwarende partij de volledige schade zal dragen, omdat de

---

931 Zie par. 2.5.7.3.

932 Busch 2014, p. 164; Busch & Silverentand 2012, nr. 7.137.

933 Art. 6:91 e.v. BW.

contractspartijen vinden dat het risico volledig in diens risicosfeer ligt. Afsgesproken wordt daarom dat de exoneraties niet voor de vrijwaringen gelden.<sup>934</sup>

Vrijwaringen kunnen een heel geschikt instrument zijn bij bijvoorbeeld overtreding van afspraken omtrent de bescherming van vertrouwelijke informatie.<sup>935</sup> Ook voor het niet-nakomen van de bedingen ten gunste van de toezichthouder kan een vrijwaring een geschikt middel zijn. De toezichthouder zal immers handhavend optreden richting het pensioenfonds wanneer de dienstverlener deze bedingen niet naleeft. Eventuele bestuurlijke boetes of dwangsommen horen dan ook voor rekening van die dienstverlener te komen.

## **5.18 Beëindiging van de uitbestedingsrelatie**

De overeenkomst moet afspraken bevatten over de wijze waarop de overeenkomst wordt beëindigd en hoe wordt gewaarborgd dat het fonds de werkzaamheden na beëindiging van de overeenkomst weer zelf kan uitvoeren of door een derde kan laten uitvoeren.<sup>936</sup>

### *5.18.1 Opzegging door het pensioenfonds*

In uitbestedingsovereenkomsten worden gewoonlijk allerhande opzeggingsbelemmeringen opgeworpen. Het gaat daarbij met name om een beperking van de opzeggingsbevoegdheid en het opnemen van een opzegtermijn of een opzegvergoeding. Ik onderzoek hier in hoeverre zulke opzeggingsdrempels toelaatbaar zijn.

---

934 Hierboven merkte ik nog op dat exoneraties op zichzelf genomen niet onredelijk hoeven te zijn. Ook wanneer een pensioenfonds niet uitbesteedt, doen zich immers schadegevallen voor. Het pensioenfonds kan de schades dan ook niet afwikkelen op een derde. Bij vrijwaringen gaat het juist typisch om schadegevallen waar de uitbesteder niet mee geconfronteerd zou worden of die zozeer op het deskundigheidsterrein van de dienstverlener liggen dat hij daar niet mee geconfronteerd hoort te worden. Men kan bijvoorbeeld denken aan een onderneming die haar IT-organisatie laat beheren door een IT-onderneming en door een derde wordt aangesproken omdat hij software gebruikt die inbreuk maakt op de intellectuele eigendom van die derde. Vergelijk: Van Asbroeck & De Coster 2005.

935 Zie par. 5.13.2.

936 Art. 13, lid 2, sub h, Bupw.

### 5.18.1.1 Opzeggingsbevoegdheid

De opzeggingsbevoegdheid van de opdrachtgever wordt in uitbestedingsovereenkomsten vaak beperkt tot duidelijk omschreven situaties.<sup>937</sup> Daar is meestal goede reden toe: de dienstverlener heeft een gerechtvaardigd belang om stabiliteit in zijn bedrijfsvoering aan te brengen. Bovendien heeft hij ook in de relatie geïnvesteerd en wil hij die investering terugverdienen.<sup>938</sup> Wel moet het pensioenfonds zich ervan vergewissen dat het zijn dienstverlener kan opzeggen wanneer nodig.<sup>939</sup> Daarbij kan het denken aan het faillissement van de dienstverlener, structureel niet volledig voldoen aan de rapportage-afspraken en het niet opvolgen van aanwijzingen.

Het komt steeds vaker voor dat het pensioenfonds te allen tijde de overeenkomst kan opzeggen. Een dergelijke afspraak sluit ook aan bij het uitgangspunt in het BW dat de opdrachtgever te allen tijde kan opzeggen.<sup>940</sup> Deze BW-bepaling is echter van regeland recht.<sup>941</sup> Een onbeperkte opzeggingsbevoegdheid versterkt de “control” van het pensioenfonds over de uitbestede werkzaamheden. Wanneer het fonds te allen tijde kan opzeggen, vergroot dat de prikkel voor de vermogensbeheerder om zich te allen tijde optimaal in te spannen. Het maakt het pensioenfonds ook minder afhankelijk van zijn dienstverlener, hetgeen op zichzelf reeds de “control” vergroot.

De gerechtvaardigde belangen van de dienstverlener hoeven met een onbeperkte opzeggingsbevoegdheid geen geweld te worden aangedaan. Die belangen laten zich afdoende beschermen door opzegtermijnen (voor de stabiliteit van de bedrijfsvoering) en opzegvergoedingen (ter compensatie van de gedane investeringen).

---

937 Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 227.

938 Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 225.

939 Ook beleggingsondernemingen en (her)verzekeraars moeten hun uitbestedingsovereenkomst kunnen beëindigen “indien nodig” (art. 38e, lid 2, sub g, Bgfo en art. 274, lid 4, sub e, Gedelegeerde Solvency II-verordening).

940 Art. 7:408, lid 1, BW.

941 Is de opdrachtgever een natuurlijk persoon die niet in de uitoefening van beroep of bedrijf handelt, dan is de regel dat de overeenkomst te allen tijde kan worden opgezegd, tóch van dwingend recht (art. 7:413, lid 2, BW).



### 5.18.1.2 Opzegtermijn

De mogelijkheid om de uitbestedingsrelatie te allen tijde op te zeggen, betekent nog niet dat de relatie per direct kan worden beëindigd. Er kan een opzegtermijn zijn overeengekomen.

Een opzegtermijn is in de meeste gevallen redelijk in het licht van de gerechtvaardigde belangen van de dienstverlener. Ook voor de uitbesteder is dit vaak niet alleen wenselijk, maar zelfs noodzakelijk. Hij moet immers op zoek naar een nieuwe dienstverlener. Wanneer hij besluit om de werkzaamheden weer intern uit te voeren, moet de interne organisatie daarop worden voorbereid. Zelfs wanneer de opvolgende dienstverlener reeds is geselecteerd of de interne organisatie reeds is voorbereid, kost de overdracht van de werkzaamheden nog steeds tijd.

Het pensioenfonds moet erop letten dat de opzegtermijn niet te lang is. Een te lange opzegtermijn maakt het onnodig afhankelijk van zijn dienstverlener die gedurende de opzegtermijn weinig prikkels heeft om zich optimaal in te zetten voor een klant die toch weg gaat. Het pensioenfonds verliest daardoor aan "control". Hoe langer de opzegtermijn, hoe langer deze suboptimale situatie voortduurt. In het verleden kwamen, met name bij fiduciair beheer, opzegtermijnen tot wel 2 jaar voor. Het behoeft geen betoog dat een zo lange termijn onwenselijk is.

Bij vermogensbeheer wordt tegenwoordig vaak afgesproken dat de relatie per direct of de volgende werkdag kan worden beëindigd. Voor het pensioenfonds is het grote voordeel dat het de relatie pas hoeft op te zeggen wanneer de opvolging van de dienstverlener rond is.

Voor vermogensbeheerders is een opzegtermijn ook niet zó belangrijk als voor dienstverleners in andere takken van dienstverlening.<sup>942</sup> Vermogensbeheer is geen heel arbeidsintensief proces. De opzegging resulteert er niet in dat de vermogensbeheerder grote aantallen personeel in dienst heeft voor wie het geen werk heeft. Zeker wanneer het voldoende andere cliënten heeft, komt ook de bedrijfsvoering niet in gevaar.

---

942 Zie bijv. Moerel & Van Reeken 2009, p. 228 voor het belang van een opzegtermijn bij uitbesteding in de ICT-dienstverlening.

### 5.18.1.3 Opzegvergoeding

Het pensioenfonds kan ook via hoge opzegvergoedingen aan zijn dienstverlener worden gebonden. Net als opzegtermijnen, zijn opzegvergoedingen niet per se onredelijk: de dienstverlener heeft ook investeringen gedaan, die hij gedurende de contractstermijn terug wil verdienen. Een voortijdige beëindiging van de uitbestedingsovereenkomst verhindert dit.

In het kader van vermogensbeheer is het echter niet ongebruikelijk dat géén opzegvergoeding wordt overeengekomen. Ook hier geldt dat dit niet onredelijk hoeft te zijn. De investeringen van de vermogensbeheerder zijn tamelijk beperkt en betreffen vooral de selectiefase. Dat ligt bijvoorbeeld anders bij uitbesteding van ICT.<sup>943</sup>

### 5.18.2 Opzegging door de vermogensbeheerder

Het is gebruikelijk dat de opzegbevoegdheid van de dienstverlener in een uitbestedingsrelatie sterk wordt beperkt ten opzichte van de opzeggingsbevoegdheid van de opdrachtgever. De reden is dat er voor de opdrachtgever in de regel slechts één belangrijke contractsverplichting bestaat, namelijk de betaling van de rekeningen. De opzeggingsbevoegdheid van de dienstverlener wordt dan bijvoorbeeld beperkt tot de situatie dat de opdrachtgever een betalingsachterstand heeft over twee maanden.<sup>944</sup>

Het pensioenfonds moet ervoor zorgen dat de opzegtermijn voor zijn dienstverlener voldoende lang is om hem in staat te stellen de continuïteit van de werkzaamheden te waarborgen. Hij moet immers een opvolgende dienstverlener selecteren en de werkzaamheden aan die opvolgende vermogensbeheerder laten overdragen. De opzegtermijnen voor de vermogensbeheerder en voor het pensioenfonds lopen daarom meestal niet gelijk op (zo het pensioenfonds al een opzegtermijn heeft). Een opzegtermijn van twee tot vier maanden voor de vermogensbeheerder lijkt in de praktijk niet onredelijk. Bij uitbesteding van het gehele vermogensbeheer aan een fiduciair, is mogelijk een langere termijn op zijn plaats.

---

943 Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 225.

944 Contractueel zal dit preciezer worden uitgewerkt tot bijvoorbeeld een achterstand in onbetwiste facturen over twee maanden, na ingebrekestelling en een hersteltermijn van 14 dagen. Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 225. Zij voegen er aan toe dat bijna alle opzeggingsgronden zich hierin oplossen, zelfs faillissement en surseance van betaling van de opdrachtgever.

### 5.18.3 *Voortgezette dienstverlening tijdens de opzegtermijn*

Het pensioenfonds moet, ook contractueel, waarborgen dat het de uitbestede werkzaamheden na beëindiging weer zelf kan uitvoeren of door een derde kan laten uitvoeren.<sup>945</sup> Op de eerste plaats valt daarbij te denken aan een voldoende lange opzegtermijn voor de dienstverlener.<sup>946</sup>

Met ingang van de opzegtermijn valt voor de dienstverlener echter een belangrijke prikkel weg om zich optimaal voor zijn klant in te zetten. Het pensioenfonds verliest daardoor aan "control". Het is dan ook zaak om voldoende contractuele waarborgen te bedingen om de kwaliteit van uitvoering gedurende die opzegperiode te waarborgen. In de contracteerfase is elke dienstverlener bereid om redelijke afspraken te maken.<sup>947</sup>

De meeste verplichtingen van de vermogensbeheerder worden vrij nauwkeurig in de vermogensbeheerovereenkomst omschreven. Ook na de opzegging is de vermogensbeheerder daar goed aan te houden. De kernverplichting, die verband houdt met de selectie van beleggingen, is echter minder goed in kwaliteitsnormen vast te leggen. De kwaliteit van die werkzaamheden wordt in belangrijke mate bepaald door de kwaliteit van de medewerkers van de vermogensbeheerder die voor het betreffende pensioenfonds werkzaam zijn. Een van de grootste risico's voor het pensioenfonds is daarom dat deze medewerkers na opzegging (al snel) worden overgeplaatst naar een ander klantteam met meer toekomstperspectief.<sup>948</sup> Daarom wordt soms overeengekomen dat de vermogensbeheerder slechts in beperkte mate personele wijzigingen mag aanbrengen in het team dat voor het pensioenfonds werkzaam is, en dat zonder toestemming van het fonds de accountmanager in het geheel niet mag worden vervangen.

---

945 Art. 13, lid 2, sub h, Bupw.

946 Zie par. 5.18.2.

947 Bij ingewikkelde uitbestedingen is het verstandig om de dienstverlener gedurende de lopende dienstverlening een exit-plan te laten opstellen. Daarin beschrijft de dienstverlener per productiemiddel of productieproces, wat er vóór de beëindiging bij de dienstverlener aanwezig is, wat er nodig is bij de opvolgende dienstverlener, wat er overgaat naar de opvolgende dienstverlener en wat er vervangen moet worden. Zie Moerel & Van Reeken 2009, p. 235. Uitbestedingen van vermogensbeheer zijn wat dat betreft relatief eenvoudig, omdat de overdracht van werkzaamheden tamelijk eenvoudig is. Zeker wanneer het pensioenfonds een "eigen" custodian heeft ingeschakeld, behelst de vervanging van de vermogensbeheerder weinig meer dan het intrekken van de volmacht aan de ene vermogensbeheerder, en het verlenen van een volmacht aan de opvolgende dienstverlener.

948 Moerel & Van Reeken 2009, p. 134; Federal Reserve Bank of New York, 1999, p. 6.

### 5.19 Conclusies

Dit hoofdstuk behandelt de onderzoeksvraag op welke wijze een uitbesteder toepassing kan of moet geven aan de uitbestedingsregels.

Een enkele maal bevatten de uitbestedingsregels concrete voorschriften. In die gevallen heeft de uitbesteder geen keus en is er sprake van een *moeten* toepassen. Zo mag een pensioenfonds het vaststellen van beleid niet uitbesteden en moet een uitbestedende beleggingsonderneming verifiëren dat haar dienstverlener over alle benodigde vergunningen beschikt.

Veelal echter is er sprake van een toepassing *kunnen* geven. Zo moet een pensioenfonds met zijn dienstverlener afspraken maken over de informatie-uitwisseling. Een icbe-beheerder of een beleggingsonderneming moet over de nodige deskundigheid beschikken en de nodige zorgvuldigheid en waakzaamheid in acht nemen bij het aangaan, beheren en beëindigen van uitbestedingsovereenkomsten. *Hoe* de uitbestedende onderneming daar toepassing aan geeft, is niet voorgeschreven. Over tal van aspecten van de uitbesteding bevatten de uitbestedingsregels voor de eigen sector, en soms ook die voor andere sectoren, in het geheel geen bepalingen.

In zulke gevallen heeft de uitbesteder veel vrijheid. Hij moet wel steeds waarborgen dat hij "in control" is en de uitbesteding zo vormgeven dat daardoor het toezicht niet wordt belemmerd. Daarbij komen tal van mogelijke maatregelen in beeld, zowel in de voorbereiding op de uitbesteding, als bij de contractering en gedurende de uitbestedingsrelatie. Het is (beslist) niet zo dat de in dit hoofdstuk gedane suggesties steeds moeten worden gevolgd. Verdergaande maatregelen, zoals de weigering om aansprakelijkheidsbeperkingen te aanvaarden, brengen kosten met zich, die een afweging van baten en lasten vergen. Andere maatregelen, zoals een alomvattende bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen, kunnen op operationele bezwaren stuiten. Zó vergaande maatregelen zijn gewoonlijk niet nodig. Het gaat om een proportionele benadering.<sup>949</sup> Waar het steeds op aan komt, is of het geheel van genomen maatregelen toereikend is om de met de uitbesteding gepaard gaande risico's adequaat te beheersen. Zo kan een beperkte bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen heel acceptabel zijn als er een goede beëindigingregeling in de overeenkomst is opgenomen.

---

949 Zie ook par. 2.5.5.6.

Het ontbreken van een afvinklijst laat het bestuur van een uitbestedende onderneming veel vrijheid bij het kiezen van (het samenstel van) te nemen beheersingsmaatregelen. Die vrijheid is echter niet zonder verantwoordelijkheid. Het is daarom van het grootste belang dat het bestuur van de uitbestedende onderneming de nodige deskundigheid in huis heeft en zich waar nodig door deskundigen laat bijstaan.



## HOOFDSTUK 6

### DE POSITIE VAN DE TOEZICHTHOUDER

#### 6.1 Inleiding

Pensioenfondsen en financiële ondernemingen staan onder toezicht van DNB en de AFM. Het was de vrees van regelgevers en toezichthouders dat dat toezicht door uitbesteding van werkzaamheden zou worden ondermijnd.<sup>950</sup> Daarom is een verbod op uitbesteden opgenomen wanneer dat een belemmering vormt voor het toezicht.<sup>951</sup> Ook moeten uitbestedende ondernemingen bedingen opnemen die de toezichthouder bevoegdheden geeft jegens de dienstverlener.<sup>952</sup> Voor de handhaving is het van belang dat de uitbesteder jegens de toezichthouder verantwoordelijk is indien de dienstverlener voorschriften omtrent de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden overtreedt.<sup>953</sup>

De positie van de toezichthouder bij uitbesteding moet op twee punten worden beoordeeld. Het eerste punt is of de toezichthouder over toereikende bevoegdheden beschikt om toezicht te houden op de uitbestedingsregels en de naleving ervan af te dwingen. Het tweede punt is of de toezichtsbevoegdheden van de toezichthouder ook toereikend zijn om adequaat toezicht te houden op de uitbestede werkzaamheden en de naleving af te dwingen van de dáárop toepasselijke normen.

Daartoe onderzoek ik in dit hoofdstuk eerst de voor de toezichthouder geldende toezichtkaders. Daarna onderzoek ik welke bevoegdheden de toezichthouder jegens wie kan inzetten. Vervolgens bepaal ik of de bevoegdheden van de toezichthouder inderdaad toereikend zijn voor zijn toezichtstaken ten aanzien van uitbesteding.

---

950 Zie par. 2.3.

951 Art. 12, sub c, Bupw, art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo.

952 Deze verplichting is niet voor alle financiële sectoren opgenomen. Toch zullen uitbesteders in deze sectoren hier ook niet aan ontkomen. Naar mijn mening vormt het nalaten zulke bedingen op te nemen een belemmering van het toezicht.

953 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128 (Pensioenwet); Kamerstukken II, 2004-2005, 29708, nr. 10, p. 245-246 (deel 3, Wft); Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 19, p. 506 (deel 4, Wft).

Ik breng in herinnering dat ik met de term “toezichthouder” doel op DNB of de AFM en met de term “toezichtsmedewerker” de natuurlijke personen die bij hen in dienst zijn en met het toezicht belast. Deze terminologie wijkt af van die in de Awb.<sup>954</sup>

## 6.2 Het Europese toezichtkader

In de Pensioenrichtlijn zijn informatie- en handhavingsbevoegdheden<sup>955</sup> opgesomd waarover toezichthouders ten minste moeten beschikken.

Die informatiebevoegdheden moeten omvatten a) het recht om alle documenten te verkrijgen die noodzakelijk zijn voor de uitoefening van het toezicht,<sup>956</sup> b) de bevoegdheid om het pensioenfonds, zijn bestuurders en zijn interne toezichthouders te verplichten om inlichtingen te verstrekken over alle zakelijke aangelegenheden of alle bedrijfsdocumenten te overleggen en c) de bevoegdheid om onderzoeken ter plaatse van het pensioenfonds uit te voeren.<sup>957</sup> Deze informatiebevoegdheden worden ondersteund door een verplichting voor pensioenfondsen om over een goede boekhouding en adequate interne controlemechanismen te beschikken.<sup>958</sup> Met betrekking tot uitbesteding moeten de toezichthouders ook d) over de nodige bevoegdheden beschikken om toezicht te houden op de relatie met de dienstverlener.<sup>959</sup> Welke bevoegdheden die laatste moeten zijn, is verder niet gespecificeerd. Uit de richtlijn zelf valt ook niet af te leiden dat de toezichthouder over bevoegdheden jegens de dienstverlener moet beschikken.

De toezichthouders moeten daarnaast over handhavingsbevoegdheden beschikken. Zij moeten jegens het pensioenfonds en zijn bestuurders, bestuursrechtelijke en “geldelijke” maatregelen kunnen nemen om onregelmatigheden te voorkomen of ongedaan te maken. Zij moeten de vrije beschikking over de activa van het pensioenfonds kunnen beperken of zelfs verbieden, met name in situaties van onderdekking. Voorts moeten zij de bevoegdheden van bestuurders van een pensioenfonds kunnen overdragen aan een “bijzondere vertegenwoordiger”. De toezichthouders moeten de activiteiten van het pensioenfonds kunnen verbieden of beperken.<sup>960</sup>

---

954 Zie par. 1.7.

955 In de richtlijn worden zij “inlichtingenbevoegdheden” en “interventiebevoegdheden” genoemd.

956 Zij moeten ten minste de verklaring inzake de beleggingsbeginselen, de jaarrekening en het jaarverslag ontvangen. Art. 13, sub c, Pensioenrichtlijn.

957 Art. 13 Pensioenrichtlijn.

958 Art. 14, lid 1, Pensioenrichtlijn.

959 Art. 13, sub b en sub d, slot, Pensioenrichtlijn.

960 Art. 14, Pensioenrichtlijn.



Het volstaat niet dat toezichthouders over de voorgeschreven informatie- en handhavingsbevoegdheden beschikken. Zij moeten ze ook daadwerkelijk gebruiken. Op grond van het effectiviteitsbeginsel zijn de lidstaten verplicht de volle werking van de richtlijn te verzekeren.<sup>961</sup> De lidstaten (en hun toezichthouders) zijn daarom niet vrij om inbreuken op de richtlijn niet te sanctioneren of een soort gedoogbeleid te voeren.<sup>962</sup> De toezichthouders moeten dus ook bij normschendingen daadwerkelijk handhavend optreden. Dat is eigenlijk ook logisch. Toezicht houden is méér dan toezicht houden in enge zin. Het is niet enkel toekijken en zien of het goed (mis)gaat; het is ook handhavend optreden wanneer nodig. Hoewel de verplichting tot handhavend optreden absoluut geformuleerd is, lijkt het mij dat het proportionaliteitsbeginsel<sup>963</sup> uitzonderingen kan rechtvaardigen bij overtredingen van geringe ernst.<sup>964</sup>

### **6.3 De beginselplicht tot handhaving**

De Europese verplichting om de volle werking van richtlijnen te verzekeren, brengt een verplichting tot daadwerkelijk handhaven mee. Dit sluit goed aan bij de naar Nederlands bestuursrecht geldende beginselplicht tot handhaving. Het CbB formuleert de beginselplicht in vergelijkbare bewoordingen als de Afdeling Bestuursrechtspraak van de Raad van State: “Gelet op het algemeen belang dat gediend is met handhaving zal, in geval van geconstateerde overtreding (...) [de toezichthouder] ook gebruik moeten maken van zijn bevoegdheden (...) om deze regels te handhaven. Slechts in bijzondere omstandigheden kan hij weigeren dit te doen.”<sup>965</sup>

---

961 Zie par. 4.2.

962 Zie bijv. HvJEG 14 december 1995, C-16/95 (Commissie/Spanje), r.ov. 8 en HvJEG 3 juni 1992, C-287/91 (Commissie/Italië), r.ov. 7. Niet-handhaving van (op zich correct in nationaal recht omgezette) richtlijnen vormt een schending van het Unierecht, die door de Commissie op grond van art. 258 kan worden aangevochten. Dit geldt niet alleen voor systematische niet-handhaving (zie bijv. HvJEG 26 april 2007, C-135/05 (Commissie/Italië), r.ov. 21-22; HvJEG 9 december 1997, C-265/95, AB 1998, 95, m.nt. Van der Burg (Spaanse aardbeien), r.ov. 62 en 65), maar ook voor incidentele niet-handhaving (bijv. HvJEG 12 juni 2003, C-112/00, AB 2003, 377, m.nt. De Moor-van Vugt (Schmidberger), r.ov. 56-64).

963 Bijv. HvJEG 21 september 1989, C-68/88 (Commissie/Griekenland), r.ov. 23-24. Het proportionaliteitsbeginsel moet tegenwoordig worden ingelezen in art. 4, lid 3, VWEU. Het kwam duidelijker tot uitdrukking in diens voorlopers (art. 10 EG en art. 5 EEG), waar gesproken werd over “passende maatregelen”.

964 Zo ook Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, p. 446 met verdere verwijzingen.

965 CbB 15 juni 2011, JB 2011, 182, m.nt. Overkleef-Verburg, r.ov. 5.6.1 en 5.6.2. Het

De toezichthouder is in beginsel vrij om een handhavinginstrument te kiezen, mits het gekozen instrument voldoende effectief is.<sup>966</sup> Het handhavinginstrument hoeft geen bestraffend karakter te hebben; een herstelsanctie kan volstaan. Het normoverdragende gesprek is geen sanctie en ook niet in de wet geregeld. Toch zal het vaak een acceptabel instrument zijn, omdat er een duidelijk signaal van de toezichthouder vanuit gaat dat de overtreding niet geaccepteerd wordt.

Bij zijn keuze voor een handhavinginstrument is hij uiteraard wel gebonden aan de algemene beginselen van behoorlijk bestuur, zoals het zorgvuldigheidsbeginsel, het verbod van willekeur, het verbod van détournement de pouvoir en het evenredigheidsbeginsel.<sup>967</sup> Zulke beginselen zijn ook van belang bij de beslissing om een uitzondering te maken op de beginselplicht tot handhaving.

Uitzonderingen op de beginselplicht kunnen volgens het CBB gerechtvaardigd zijn wanneer concreet uitzicht bestaat op legalisering, bij incidentele overtredingen en bij overtredingen van geringe omvang.<sup>968</sup> Het Europese effectiviteitsbeginsel vergt overigens dat ook bij incidentele overtredingen (van Europese richtlijnen) handhavend wordt opgetreden.<sup>969</sup>

De beginselplicht tot handhaving is, in ieder geval voor het financiële recht, niet vastgelegd. De regering meent niettemin dat ze wel *geldt* in het financiële recht.<sup>970</sup> Toch is het in de financieelrechtelijke literatuur geen uitgemaakte zaak dat een beginselplicht tot handhaving ook voor het financiële recht geldt.<sup>971</sup> De opvatting dat in het financiële bestuursrecht géén beginselplicht tot handhaving zou gelden, laat zich slecht rijmen met het gegeven dat de beginselplicht wel op andere bestuursrechtelijke terreinen geldt.

---

verwijst daarbij naar zijn eerdere uitspraak CBB 20 augustus 2010, AB 2010, 242, m.nt. Sewandono, r.ov. 7.2.1 en naar vaste jurisprudentie van de ABRvS. Zeer lezenswaardig over de beginselplicht, ook met betrekking tot het financiële recht, is Vermeer 2011.

966 CBB 15 juni 2011, JB 2011, 182, m.nt. Overkleef-Verburg, r.ov. 5.6.5.

967 Kamerstukken II, 2004-2005, 29708, nr. 9, p. 26.

968 CBB 15 juni 2011, JB 2011, 182, m.nt. Overkleef-Verburg, r.ov. 5.6.1, 5.6.3 en 5.6.4.

969 Zie par. 6.2.

970 Kamerstukken II, 2004-2005, 29708, nr. 9, p. 26.

971 Bijv. Van Tilborg 2015, onder nr. 7; Busch 2014, p. 57-58; Van Ravels 2006, onder nr. 16; Albers 2007, onder nr. 4.2.5; en Neerhof 2007, p. 192. Anders: Van Angeren 2009, p. 979-980; De Jong 2011, p. 141-142; Van Dam 2008, onder nr. 14. Zie verder: Van Rossum 2005, p. 37-41, met verdere verwijzingen.

De standaardbeschikking inzake de beginselplicht betreft een dakkapel die zonder vergunning was gebouwd.<sup>972</sup> Het maatschappelijke belang dat met handhaving is gediend, vergde handhavend optreden van het bevoegde bestuursorgaan.<sup>973</sup> Me dunkt dat het maatschappelijke belang bij handhaving van financieelrechtelijke normen niet minder is dan bij handhaving van voorschriften omtrent dakkapellen.

Er wordt wel gewezen op de zaak van het "eenmanspensioenfonds"<sup>974</sup> als bewijs dat ook het CBb een beginselplicht tot handhaving in het financiële recht afwijst.<sup>975</sup> In deze zaak voldeed een pensioenfonds met slechts 1 begunstigde niet aan de destijds geldende verzekeringsplicht.<sup>976</sup> Onweersproken stond vast dat het niet in het belang van de begunstigde was om (op dat moment) het fonds te verzekeren. Om de verzekeringspremie te betalen zou een deel van de beleggingsportefeuille moeten worden geliquideerd op een moment dat de beurskoersen sterk waren gedaald. Anders gezegd: handhaving van de regel zou *in dit geval* in de weg staan aan het doel van de regel. Ik meen dan ook veeleer dat deze zaak illustreert dat het gaat om een *beginselplicht* tot handhaving en dat er dus uitzonderingen mogelijk zijn. Een beginselplicht in het pensioenrecht werd eerder aangenomen door de Rechtbank Rotterdam.<sup>977</sup>

Ook is wel gewezen op de zaken "GoodWood"<sup>978</sup> en "KFS"<sup>979</sup>.<sup>980</sup> In beide zaken hanteerde het CBb als criterium of de toezichthouder "op redelijke gronden" de aangevochten aanwijzing had gegeven. Het oordeelde dat dat wél het geval was in de zaak "GoodWood", maar niet in de zaak "KFS". Over een beginselplicht tot handhaving werd niet gerept. De vraag of dit beginsel van toepassing is, was ook niet opgeworpen. Deze twee beschikkingen staan niet in de weg aan het aannemen van de beginselplicht. Een beginselverplichting tot optreden impliceert immers niet dat dat ook op onredelijke gronden moet.

972 ABRvS 30 juni 2004, JB 2004, 293 (Illegale dakkapel Haarlem).

973 In dit geval was dat het College van burgemeester en wethouders van Haarlem.

974 CBb 10 november 2005, JOR 2006/47 m.nt. Maatman (Eenmanspensioenfonds).

975 Albers 2007, onder nr. 4.2.5; Albers 2008, onder nr. 3 en 4; Busch 2014, p. 57.

976 Art. 9 PSW (oud). Met de invoering van de Pensioenwet is de verplichting vervallen; de mogelijkheid bestaat nog altijd. Zie verder par. 2.5.8.9. Indertijd sprak met niet over *verzekering* van een pensioenfonds, maar over *herverzekering* van een pensioenfonds. Zie voetnoot 243.

977 Rb Rotterdam 12 december 2002, AB 2003, 398, m.nt. Jansen (pensioenfonds Price Waterhouse) en Rb Rotterdam 25 januari 2002, AB 2003/ 270 (Retirade pensioen BV).

978 CBb 6 september 2007, JOR 2007/248, m.nt. Peters (GoodWood).

979 CBb 28 augustus 2007, JOR 2007/274, m.nt. De Groot (KFS).

980 In beide gevallen door Albers 2008, onder nr. 3 en 4.

Als bezwaar tegen het aannemen van een beginselplicht tot handhaving wordt wel geopperd dat een beginselplicht zich slecht verhoudt tot beleidsvrijheden die aan de financiële toezichthouder toekomen. Dat bezwaar zie ik niet. De beginselplicht houdt kort gezegd in dat de toezichthouder moet optreden bij overtredingen. Van beleidsvrijheid is sprake wanneer de wet niet dwingend voorschrijft of de toezichthouder een bevoegdheid moet gebruiken of niet. De toezichthouder *kan* een bevoegdheid gebruiken.<sup>981</sup> Dat betekent niet dat hij bij geconstateerde overtredingen naar goeddenken achterover mag leunen. Het laat hem wel de vrijheid om te kiezen tussen bijvoorbeeld een aanwijzing of een last onder dwangsom.<sup>982</sup> Beleidsvrijheid is echter geen (beleids)vrijblijvendheid. Zo voelt de bestuursrechter ook in het omgevingsrecht zich niet gehinderd door het bestaan van beleidsvrijheid om een beginselplicht tot handhaving aan te nemen.<sup>983</sup>

Er gaat toch een merkwaardig signaal vanuit als de wetgever het kenmerk van belang acht om regels te stellen ter bestrijding of voorkoming van maatschappelijke problemen, maar het bestuur (en de rechterlijke macht) ze niet van zulk belang zou(den) achten dat die regels moeten worden gehandhaafd.<sup>984</sup> In een rechtsstaat is de handhaving van normen die met democratische legitimatie tot stand zijn gekomen een kerntaak van de overheid. Het uitgangspunt is dan ook dat de door de wetgever of het bestuur uitgevaardigde normen worden gehandhaafd.<sup>985</sup> De financiële toezichthouders zijn zich in ieder geval van hun taak en verantwoordelijkheid bewust: zij hanteren als beleid om (effectief) op te treden wanneer zij bekend worden met een overtreding.<sup>986</sup>

---

981 Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, nr. 12.4; Schlössels & Stroink 2010, p. 87.

982 Welbeschouwd gaan beleidsvrijheid en beginselplicht tot handhaving zelfs héél goed samen. Beleidsvrijheid laat de mogelijkheid open om een (handhavende) bevoegdheid niet te gebruiken. Het gaat immers om een *kan*-bepaling. De beginselplicht laat die mogelijkheid eveneens open (het is immers een *beginselplicht*), maar perkt de beleidsvrijheid in zoverre in dat er goede redenen moeten zijn om een overtreding ongemoeid te laten passeren.

983 ABRvS 5 oktober 2011, AB 2011/307, m.nt. Vermeer en Gst. 2012/7, m.nt. Teunissen; Timmermans 2012, 621-623; Van 't Lam 2013, p. 519. Zie voor een fraaie verwoording vooral ook: Hulst 2014, p. 23-24.

984 Ook de overheid is zich bewust van dit signaal. Zie de nota "Grenzen aan gedogen", Kamerstukken II, 1996-1997, 25085, nr. 2.

985 Aldus Albers 2007, onder nr. 4.2.3 over de essentie van de nota. (Desondanks meent Albers dat er geen ruimte is voor een beginselplicht in het financiële bestuursrecht, omdat dat de beleidsvrijheid van de toezichthouder zou uithollen. Hierboven gaf ik al aan het daarmee niet eens te zijn, omdat beleidsvrijheid niet hetzelfde is als (beleids)vrijblijvendheid).

986 Handhavingsbeleid AFM & DNB 2008, p. 4-5.

#### **6.4 Het grensgebied tussen controle en vervolging**

Toezichtsbevoegdheden zijn gericht op het houden van toezicht op de naleving van wettelijke voorschriften. Het toezicht op de naleving behelst de uitvoering van controles. Van de overtreding van een wettelijk voorschrift hoeft niet te zijn gebleken. De uitvoering van controles kan ertoe leiden dat de wettelijke voorschriften zonder verdere sanctiemiddelen worden nageleefd.

De uitvoering van controles kan leiden tot de uitoefening van handhavingsbevoegdheden. Bij handhaving gaat het enerzijds om herstelsancties en anderzijds om bestraffende sancties. Herstelsancties zijn gericht op het ongedaan maken van de onrechtmatige toestand. Bestraffende sancties zijn gericht op leedtoevoeging. De (enige) bestraffende sanctie in het financiële bestuursrecht is de bestuurlijke boete. In het geval van een bestraffende sanctie is er sprake van een “vervolging” in de zin van het EVRM.<sup>987</sup>

Bij de uitoefening van controlebevoegdheden door de toezichthouder of zijn toezichtsmedewerkers, is een ieder gehouden tot medewerking.<sup>988</sup> Degene echter tegen wie een strafsanctie wordt voorbereid, is niet gehouden mee te werken aan zijn eigen veroordeling.<sup>989</sup> Hem moet ook de cautie worden gegeven.<sup>990</sup> Dat betekent niet dat deze controlebevoegdheden niet langer mogen worden gebruikt wanneer een bestraffende sanctie in voorbereiding is. Wanneer bijvoorbeeld een pensioenfonds de prudent person-regel heeft overtreden en de toezichthouder de oplegging van een bestuurlijke boete voorbereidt, blijft het toezicht op de naleving van die prudent person-regel en andere normen van belang. Het gebruik van controlebevoegdheden blijft toelaatbaar, mits daarbij de aan de verdachte toekomende waarborgen in acht worden genomen.<sup>991</sup> Zij mogen echter niet

---

987 Art. 27 Sv en art. 6, lid 2, EVRM. Meestal wordt de term “criminal charge” gebruikt in plaats van de term “vervolging” om beter aan te sluiten bij de jurisprudentie van het EHRM.

988 Art. 5:20 Awb.

989 EHRM 8 december 1996, NJ 1996, 725, m.nt. Knigge (Murray); EHRM 25 februari 1993, NJ 1993/485, m.nt. Knigge (Funke) en EHRM 17 december 1996, NJ 1997, 699, m.nt. Knigge (Saunders). Dit heet het “nemo tenutor”-beginsel.

990 Art. 5:10a Awb.

991 HR 26 april 1988, NJ 1989/390, m.nt. Van Veen; ABRvS 28 januari 2009, JB 2009/76; CBB 7 december 2011, AB 2012/160, m.nt. Jansen; CRvB 18 februari 2003, AB 2003/396, m.nt. Jansen.

worden ingezet met het uitsluitende doel een strafvorderlijke afdoening voor te bereiden.<sup>992</sup> Het recht van een verdachte om te zwijgen bestaat dan ook enkel bij vragen die gericht zijn op het verkrijgen van belastende informatie. Het zwijgrecht bestaat niet bij vragen die gericht zijn op het toezicht op de naleving. Dat is zelfs zo als die vragen voor de verdachte belastende informatie kunnen opleveren.<sup>993</sup>

## 6.5 Controle op het pensioenfonds

### 6.5.1 Meldingen van het pensioenfonds aan de toezichthouder

De toezichthouder moet actief toezichtsinformatie verwerven.<sup>994</sup> In veel gevallen, echter, bestaan er verplichtingen voor anderen om toezichtsinformatie aan te leveren.

Een expliciete verplichting voor pensioenfondsen om een voorgenomen uitbesteding aan de financiële toezichthouder te melden of ter goedkeuring voor te leggen, bestaat overigens niet. Een meldingsplicht kan wel worden afgeleid uit het beginsel dat uitbesteding het toezicht niet mag belemmeren. In de praktijk melden pensioenfondsen hun voorgenomen uitbestedingen meestal aan de toezichtsmedewerker van DNB met wie zij contact hebben.<sup>995</sup>

Vanuit hun toezichthoudende functie verkrijgen DNB en de AFM reeds veel informatie van pensioenfondsen over werkzaamheden die zijn uitbesteed en de wijze waarop zij worden uitgevoerd. Als vergunningverlenende toezichthouder, belast met het toezicht op de algemene aspecten van de bedrijfsvoering, verkrijgt vooral DNB veel relevante informatie. Bij de oprichting zendt het pensioenfonds diverse gegevens omtrent de bedrijfsvoering van het fonds aan DNB. Het gaat om de oprichtingsakte,<sup>996</sup>

---

992 Kamerstukken I, 1995-1996, 23700, nr. 188b, p. 2.

993 Art. 5:10a, lid 1, Awb.

994 Die verplichting tot een actieve houding valt af te leiden uit de zorgvuldigheidsnorm voor toezichthouders. Zie Van Rossum 2005, p. 25-29.

995 Par. 5.6.2.2.

996 De oprichtingsakte bevat o.m. de statuten (voor stichtingen: zie art. 2:286 BW). De inhoud van de statuten moet voldoen aan art. 106 Pw.

reglementen, de uitvoeringsovereenkomst, de actuariële en bedrijfstechnische nota (abtn)<sup>997</sup> en een eventuele overeenkomst tot verzekering, overdracht of onderbrenging.<sup>998</sup> Daarna levert het fonds, in het kader van het doorlopend toezicht, periodiek staten aan.<sup>999</sup> De staten bevatten belangrijke toezichtsinformatie, met name financiële en actuariële gegevens.<sup>1000</sup>

#### 6.5.2 *Meldingen van derden aan de toezichthouder*

De staten worden gecontroleerd door een actuaris en periodiek ook door een accountant.<sup>1001</sup> Bij de uitvoering van zijn werkzaamheden kan de actuaris of de accountant kennis krijgen van omstandigheden die a) in strijd zijn met de Pensioenwet, b) de nakoming van de verplichtingen van het pensioenfonds bedreigen, of c) leiden tot de weigering om een verklaring omtrent de getrouwheid af te geven of tot het maken van voorbehouden. Hij is dan verplicht van die omstandigheden melding te maken bij de toezichthouder. Ook overigens is de accountant of actuaris verplicht de toezichthouder alle inlichtingen te verstrekken die deze voor het toezicht op de naleving van de Pensioenwet nodig heeft.<sup>1002</sup>

Is jegens een pensioenfonds een verzoek tot enquête ingediend, dan stelt de griffier van de Ondernemingskamer de financiële toezichthouders van dat verzoek en van het verloop van de procedure op de hoogte.<sup>1003</sup> Alvorens eindvoorzieningen te treffen, stelt de Ondernemingskamer de toezichthouders in de gelegenheid om te worden gehoord.<sup>1004</sup>

Voorstelbaar is ook dat de collega-toezichthouder bij zijn toezichtswerkzaamheden op informatie stuit die voor de andere toezichthouder relevant

---

997 De abtn bevat in elk geval een omschrijving van de wijze waarop het fonds uitvoering geeft aan de uitvoeringsovereenkomst, voorwaardelijke toeslagverlening, de financiële opzet van het fonds en een beheerste en integere bedrijfsvoering. Zij bevat voorts een verklaring inzake beleggingsbeginselen en een beschrijving van de sturingsmiddelen. De abtn wordt driejaarlijks en na iedere belangrijke wijziging van het beleggingsbeleid herzien (art. 145, lid 4, Pw).

998 Art. 102 Pw. Wijzigingen in die stukken moet het binnen 2 weken doorgeven (art. 103 Pw).

999 Art. 147 Pw.

1000 Art. 147, lid 3, Pw geeft een opsomming van de informatie die de staten omvatten.

1001 Art. 147, lid 4 en 5, Pw.

1002 Art. 170 Pw.

1003 Art. 2:348, 2:353, lid 2, 2:355, lid 4 en 2:358, lid 3 BW.

1004 Art. 2:355, lid 4, BW.

is. Het staat hem in beginsel vrij om die informatie met de andere toezichthouder te delen.<sup>1005</sup> Uiteraard staat het ook werkgevers en begunstigden vrij om een melding te doen wanneer zij daartoe aanleiding zien.<sup>1006</sup>

### 6.5.3 Actief toezicht op basis van Awb-bevoegdheden

DNB en de AFM houden risicogebaseerd toezicht. Zij zetten hun toezichtsinspanningen daar in waar zij veronderstellen dat het risico op normschendingen en de kwalijke gevolgen daarvan het grootst zijn.<sup>1007</sup> De hierboven genoemde meldingen kunnen voor DNB of de AFM aanleiding zijn om meer toezichtsinspanningen te richten op een bepaald pensioenfonds. Voor zulk “actief toezicht” beschikken hun toezichtsmedewerkers over de bevoegdheden die de Awb hen toekent.<sup>1008</sup> Relevant zijn de bevoegdheid om plaatsen te betreden en tot het vorderen van inlichtingen of inzage in zakelijke gegevens.<sup>1009</sup>

#### 6.5.3.1 Evenredigheidsbeginsel

Een toezichtsmedewerker moet bij de uitoefening van zijn bevoegdheden de beginselen van subsidiariteit en proportionaliteit in acht nemen.<sup>1010</sup> Subsidiariteit houdt in dat de toezichtsmedewerker zijn toezichtsbevoegdheden uitoefent op de wijze die voor de burger het minst belastend is. Het proportionaliteits- of evenredigheidsbeginsel houdt in dat de uitoefening van een bevoegdheid niet onevenredig belastend mag zijn voor de burger in relatie tot het doel van die bevoegdheidsuitoefening. De eisen

---

1005 Zie par. 6.6.3.

1006 De melding kan voor de toezichthouder geen aanleiding zijn om in de beoordeling van een individuele rechtsverhouding te treden (art. 152 Pw). De Wft bevat geen vergelijkbare rechtsregel, maar ook daar lijkt het mij niet aan de toezichthouder om op de stoel van de rechter te gaan zitten.

1007 Handhavingsbeleid AFM & DNB 2008. Zie ook Kuypers 2014.

1008 Titel 5.2 Awb.

1009 De andere bevoegdheden waarover een toezichtsmedewerker beschikt, zijn de bevoegdheden om inzage te vorderen van een identificatiebewijs (art. 5:16a Awb), monsters van zaken te nemen (art. 5:18 Awb) en vervoersmiddelen te onderzoeken (art. 5:19 Awb). Bij het toezicht op financiële ondernemingen beschikken toezichthouders overigens niet over de bevoegdheden om monsters te nemen of vervoersmiddelen te onderzoeken (art. 1:73, lid 1, Wft). De wetgever achtte deze bevoegdheden voor het toezicht op financiële ondernemingen niet relevant (Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 42). Voor het toezicht op pensioenfondsen zijn deze bevoegdheden niet uitgesloten, maar toepassing ervan lijkt hier niet bruikbaar.

1010 Art. 5:13 Awb. Zie bijv. ABRvS 16 september 2009, AB 2010/7, m.nt. Vermeer en CBb 23 februari 2012, JB 2012/98.



van subsidiariteit en proportionaliteit lopen in de praktijk in elkaar over. Korthedshalve spreekt men meestal over het proportionaliteits- of evenredigheidsbeginsel.

De Awb-bevoegdheden kunnen in beginsel jegens eenieder en jegens elk object worden uitgeoefend.<sup>1011</sup> Uit het proportionaliteitsbeginsel volgt evenwel dat een bevoegdheid slechts kan worden uitgeoefend jegens de personen die betrokken zijn bij de activiteiten waarop wordt toegezien.<sup>1012</sup> In het geval dat een onder toezicht staande instelling (zoals een pensioenfonds) werkzaamheden uitbestedt, gaat het daarbij op de eerste plaats om die onder toezicht staande instelling. De uitoefening van toezichtsbevoegdheden kan evenwel ook jegens een derde redelijkerwijs nodig zijn. De wetgever heeft dan ook bedoeld een “derdenwerking” aan het toezicht te geven.<sup>1013</sup> Zo is het proportioneel om van een accountant inzage in een controlerapport te vorderen, omdat dat informatie kan bevatten die voor het toezicht van belang is, maar niet terug is te vinden in de administratie van het onder toezicht staande mediabedrijf.<sup>1014</sup> Ook jegens een (in Nederland gevestigde)<sup>1015</sup> dienstverlener in een uitbestedingsrelatie kunnen dus toezichtsbevoegdheden worden uitgeoefend.

Ook bij de totstandkoming van de Pensioenwet heeft de wetgever aangegeven dat de toezichthouder zich moet wenden tot “de meest geëigende partij”. De toezichthouder kan niet bij een derde aankloppen als de gewenste informatie net zo makkelijk bij de betrokken onder toezicht staande instelling kan worden opgevraagd.<sup>1016</sup> Dit impliceert dat de informatie wél bij een derde, zoals een dienstverlener, kan worden opgevraagd als dat praktischer is. Dat is al gauw het geval wanneer een dienstverlener voor een groot aantal gereguleerde ondernemingen werkzaam is.<sup>1017</sup>

1011 Zo mogen toezichthouders in beginsel van eenieder inlichtingen vorderen (art. 5:16 Awb) en mogen zij in beginsel elke plaats betreden (art. 5:15 Awb).

1012 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 141 (toelichting op art. 5:13 Awb). Zie ook Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 45-45 (toelichting op art. 1:74 Wft).

1013 Parl. Gesch. Derde tranche Awb, p. 321 en 324.

1014 Hof 's-Gravenhage 30 december 2004, AB 2006/301, m.nt. Jansen. Vergelijk ook Hof 's-Gravenhage 23 april 2013, JOR 2013/209, m.nt. Nuyten (Difotrust).

1015 Op grond van het soevereiniteitsbeginsel, zijn de Awb-bevoegdheden niet inzetbaar jegens dienstverleners die in het buitenland zijn gevestigd. Voor die situatie moet de uitbestedende onderneming enkele bedingen ten gunste van haar toezichthouder opnemen in de uitbestedingsovereenkomst. Zie par. 6.6.2.

1016 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128-129.

1017 De Minister is van mening dat de toezichthouder in dat geval rechtstreeks bij de dienstverlener informatie kan vorderen (Stb. 2009, 43, p. 3).

Het proportionaliteitsbeginsel beperkt ook het bereik aan objecten waarop toezichtshandelingen mogen worden uitgeoefend. Er kan bijvoorbeeld geen inzage worden gevorderd van andere bescheiden of zaken dan die welke verband houden met de wettelijke voorschriften waarop het toezicht in het concrete geval betrekking heeft.<sup>1018</sup> Als bijvoorbeeld een toezichthouder transacties van een bepaald pensioenfonds wenst te onderzoeken, dan kan het geen inzage vorderen in de volledige administratie van de vermogensbeheerder.

### 6.5.3.2 Betreden van plaatsen

Toezichthouders hebben de bevoegdheid om elke plaats te betreden.<sup>1019</sup> Uit het proportionaliteitsbeginsel volgt dat zij slechts die plaatsen mogen betreden die voor de uitoefening van het toezicht noodzakelijk zijn. Deze bevoegdheid maakt het mogelijk om ter plaatse onderzoek te verrichten naar de naleving van wettelijke verplichtingen. Dat kan bijvoorbeeld inhouden dat inzage wordt gevorderd in zakelijke gegevens zoals een papieren administratie of computerbestanden.<sup>1020</sup> De toezichthouders mogen zich laten vergezellen wanneer zij plaatsen betreden.<sup>1021</sup> Dat opent de mogelijkheid om zich te laten bijstaan door deskundigen.<sup>1022</sup> Toezichthouders zijn bevoegd om zaken of apparatuur die zij willen onderzoeken mee te nemen.<sup>1023</sup> De medeneming mag niet langer duren dan voor dat onderzoek nodig is.<sup>1024</sup>

### 6.5.3.3 Inlichtingenbevoegdheid en inzagebevoegdheid

Toezichthouders hebben de bevoegdheid om inlichtingen te vorderen.<sup>1025</sup> De toezichthouder kan verlangen dat de gevraagde inlichtingen op schrift worden verstrekt, zo nodig door opstelling van een nieuw document.<sup>1026</sup>

---

1018 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 141-142.

1019 Art. 5:15, lid 1, Awb. Woonplaatsen mogen zij enkel betreden met toestemming van de bewoner. Die situatie zal zich in de context van uitbesteding niet gauw voordoen. Ik zal daar verder ook niet op ingaan.

1020 Art. 5:17, lid 1, Awb.

1021 Art. 5:15, lid 3, Awb.

1022 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 144. Zie bijv. ABRvS 16 september 2009, AB 2010/7, m.nt. Vermeer.

1023 Art. 5:15, lid 1, Awb.

1024 Dat volgt uit het evenredigheidsbeginsel (Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 143).

1025 Art. 5:16 Awb.

1026 Hof 's-Gravenhage 23 april 2013, JOR 2013/209, m.nt. Nuyten (Difotrust), r.ov. 2.12.

Daarnaast kan hij inzage vorderen van zakelijke gegevens en bescheiden. Van die zakelijke gegevens en bescheiden mogen zij bovendien kopieën maken.<sup>1027</sup> De bevoegdheid om inzage te vorderen is niet beperkt tot papieren gegevens en bescheiden, maar omvat ook inzage in gegevens die langs elektronische weg zijn vastgelegd.<sup>1028</sup>

Er bestaat enige onduidelijkheid over de wijze waarop de inlichtingenbevoegdheid en de inzagebevoegdheid zich tot elkaar verhouden.<sup>1029</sup> Duidelijk is niettemin dat de toezichtmedewerker, op de ene dan wel de andere grond, de voor hem benodigde informatie kan opvragen in desgewenst mondelinge, schriftelijke of gekopieerde vorm. Uiteraard is hij wel gebonden aan het proportionaliteitsbeginsel. Zo moet er een redelijke aanleiding zijn om de informatie op te vragen.<sup>1030</sup> Ook de vorm waarin de informatie wordt opgevraagd, moet voor de burger zo min mogelijk belastend zijn. Dat betekent soms dat de burger zelf een kopie kan maken en opsturen. Bij grotere hoeveelheden informatie kan het minder belastend zijn om (ter plaatse) inzage te geven in de administratie en de toezichthouder zelf kopieën te laten maken.<sup>1031</sup>

---

1027 Art. 5:17 Awb. Indien het maken van kopieën niet ter plaatse kan geschieden, is de toezichthouder bevoegd om de gegevens en bescheiden voor korte tijd mee te nemen tegen afgifte van een schriftelijk bewijs (art. 5:17, lid 3, Awb).

1028 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 144; en Kamerstukken II, 1994-1995, 23700, nr. 5, p. 71.

1029 De rechtbank lijkt te menen dat de inzagevordering bedoeld is voor gebruik bij een onderzoek ter plaatse en de inlichtingenvordering voor het schriftelijk vorderen van informatie in andere situaties. Daarom vormt volgens haar óók de inlichtingenbevoegdheid een basis om kopieën te vorderen. Zie Rb Rotterdam 21 februari 2013, JOR 2013/139, m.nt. Nuyten en Rotterdam 22 juni 2012, JOR 2012/257, m.nt. Nuyten (onder JOR 2012/258). Nuyten betoogt echter, naar mijn mening terecht, dat de inlichtingenbevoegdheid bedoeld is voor het opvragen van informatie, ongeacht of deze in documenten is neergelegd en ongeacht of de toezichthouder bekend is met het bestaan van die documenten. De inzagebevoegdheid is volgens haar bedoeld voor het opvragen van concrete documenten, ook als de toezichthouder niet weet welke informatie deze documenten bevatten (zie Nuyten 2013a, nr. 7). Zie ook Roth & Van Eersel 2013, p. 598-600.

1030 Zie Nuyten 2013b, nr. 3.

1031 Zie Nuyten 2013a, nr. 9.

#### 6.5.3.4 Medewerkingsplicht

Een ieder is verplicht aan een toezichthouder binnen de door hem gestelde redelijke termijn alle medewerking te verlenen die deze redelijkerwijs kan vorderen bij de uitoefening van zijn bevoegdheden.<sup>1032</sup> De medewerkingsplicht dient ertoe dat toezichthouders hun bevoegdheden daadwerkelijk kunnen uitoefenen. Een medewerkingsplicht bestaat daarom enkel als er sprake is van een bevoegdheid van de toezichthouder.

De medewerkingsplicht heeft een ruim bereik. De toezichthouder kan bijvoorbeeld verlangen dat bepaalde gegevens nog enige tijd worden bewaard in verband met toekomstig onderzoek.<sup>1033</sup> Het ligt in de rede dat de toezichthouder desgevraagd wachtwoorden of toegangscode worden verstrekt opdat hij toegang krijgt tot computerbestanden.<sup>1034</sup>

De medewerkingsplicht is geen resultaatsverplichting; ze is een inspanningsverplichting. De medewerking moet op eerste vordering worden verleend.<sup>1035</sup> Niet-medewerking kan op een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete komen te staan,<sup>1036</sup> maar ook tot strafvervolgingleiden.<sup>1037</sup>

#### 6.5.4 De inlichtingenbevoegdheid van DNB en de AFM

De Awb-bevoegdheden, waaronder de inlichtingenbevoegdheid, komen enkel toe aan de toezichtsmedewerkers, niet aan DNB of de AFM zelf. De wetgever vond het echter noodzakelijk dat DNB en de AFM ook zonder tussenkomst van een aangewezen toezichtmedewerker inlichtingen kunnen vorderen.<sup>1038</sup> Zij hebben daarom hun eigen inlichtingenbevoegdheid gekregen.<sup>1039</sup> Het hiervoor behandelde proportionaliteitsbeginsel en de medewerkingsplicht uit de Awb zijn van overeenkomstige toepassing bij een inlichtingenvordering door DNB of de AFM.<sup>1040</sup>

---

1032 Art. 5:20, lid 1, Awb. De medewerkingsplicht geldt overigens niet voor wie zich op een verschoningsrecht kan beroepen (art. 5:20, lid 2, Awb) en degene jegens wie een vervolging is ingesteld (art. 5:10a, lid 1, Awb, art. 29, lid 1, Sv en art. 6, lid 2, EVRM).

1033 Hof 's-Gravenhage 23 april 2013, JOR 2013/209, m.nt. Nuyten (Difotrust).

1034 Kamerstukken II, 2013-2014, 33989, nr. 3, p. 39.

1035 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 147.

1036 Art. 175, lid 1 en 176, lid 1, Pw. (Voor financiële ondernemingen: art. 1:79, lid 1, sub d en 1:80, lid 1, sub d, Wft).

1037 Art. 184 Sr.

1038 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 280-281 (Pensioenwet) en Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 45 (Wft).

1039 Art. 168 Pw (art. 1:74 Wft).

1040 Art. 168, lid 2, Pw (art. 1:74, lid 2, Wft). Zie par. 6.5.3.1.

Eerder merkte ik al op dat er onduidelijkheid bestaat over de reikwijdte van de inlichtingenbevoegdheid op grond van de Awb.<sup>1041</sup> Deze onduidelijkheid werkt door naar de inlichtingenbevoegdheid van DNB en de AFM. Nuyten betoogt, naar mijn mening terecht, dat een inlichtingenbevoegdheid niet volstaat voor het vorderen van kopieën van documenten. Daarvoor is volgens haar het gebruik van een inzagebevoegdheid nodig. De rechtbank Rotterdam meent desalniettemin dat een inlichtingenbevoegdheid wel volstaat. De zienswijze van de rechtbank Rotterdam is voor DNB en de AFM wel wenselijk. Zij kunnen dan zonder tussenkomst van een toezichtsmedewerker niet alleen inlichtingen vorderen, maar die ook verkrijgen in de door hem gewenste vorm.

Niet-medewerking aan een inlichtingenvordering door DNB of de AFM kan leiden tot een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete.<sup>1042</sup> Niet-medewerking kan ook leiden tot strafvervolging.<sup>1043</sup>

## **6.6 Controle op de dienstverlener**

### *6.6.1 De Awb-bevoegdheden en de inlichtingenbevoegdheid van DNB en de AFM*

Het toezicht richt zich bij uitbesteding op de uitbesteder. Het is echter de dienstverlener die de onder toezicht staande activiteiten uitvoert. Toch heeft de wetgever er (bij de Pensioenwet) welbewust van afgezien om de dienstverlener onder rechtstreeks toezicht te plaatsen. Een dergelijke bepaling zou vanwege het territorialiteitsbeginsel slechts werking hebben tegenover dienstverleners die in Nederland zijn gevestigd. Voor zulke in Nederland gevestigde dienstverleners is een dergelijke bepaling bovendien overbodig. De toezichthouder beschikt immers op grond van de Awb reeds over instrumenten jegens derden aan wie pensioenuitvoerders taken hebben uitbesteed.<sup>1044</sup> In aanvulling op deze Awb-bevoegdheden,

1041 Zie voetnoot 1036.

1042 Art. 168, lid 2, Pw jo. art. 175, lid 1 of 176, lid 1, Pw. (Voor financiële ondernemingen: art. 1:74, lid 2, Wft jo. art. 1:79, lid 1, sub d of 1:80, lid 1, sub d, Wft).

1043 Art. 168, lid 2 Pw jo. art. 5:20 Awb jo. 184 Sr. De niet-medewerking aan een vordering op grond van art. 1:74 is bovendien strafbaar op grond van art. 1, onder 2°, Wet op de economische delicten (Wed). Deze strafbaarstelling bestaat daarentegen weer niet voor de niet-medewerking aan een vordering uit hoofde van art. 168 Pensioenwet.

1044 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 158. Een dergelijke overweging komt in de toelichting op de Wft niet voor.

verdient ook de inlichtingenbevoegdheid van de toezichthouder zelf vermelding. Ook deze bevoegdheid werkt in beginsel jegens een ieder en dus ook jegens een (in Nederland gevestigde) dienstverlener.<sup>1045</sup>

Deze bevoegdheden heb ik hierboven reeds behandeld.<sup>1046</sup> Hoewel zij in beginsel jegens een ieder werken, moet er een redelijk vermoeden bestaan dat de dienstverlener over gegevens beschikt die de toezichthouder voor zijn taak nodig heeft. Ook moet de toezichthouder in beginsel proberen de gewenste informatie van het uitbestedende pensioenfonds te verkrijgen.<sup>1047</sup>

### 6.6.2 De bedingen ten gunste van de toezichthouder

De opsporingsbevoegdheden van toezichtmedewerkers op grond van de Awb en de inlichtingenbevoegdheid van de toezichthouder werken jegens een ieder. Zij zijn echter ook territoriaal begrensd tot Nederland en werken dus niet jegens een in het buitenland gevestigde dienstverlener. Uitbesteders zijn daarom verplicht om ten gunste van hun toezichthouders een aantal bedingen op te nemen in de uitbestedingsovereenkomst.

#### 6.6.2.1 Duiding van de bedingen

De bedingen dienen tot waarborg dat de toezichthouder, ook na de uitbesteding, kan controleren of ten aanzien van de uitbestede werkzaamheden de wet wordt nageleefd. Uitbesteding mag immers het toezicht niet belemmeren.<sup>1048</sup> Uit deze ratio vloeit logisch voort dat ze de toezichthouder effectief dezelfde controlebevoegdheden moeten geven als hij heeft op basis van zijn inlichtingenbevoegdheid en zijn toezichtsmedewerkers hebben op basis van de Awb. Effectief komt dat neer op:

- Een inlichtingen- respectievelijk inzagebevoegdheid voor de toezichthouder en zijn toezichtsmedewerkers op basis waarvan alle relevante informatie in elke gewenste vorm kan worden verkregen en
- Een bevoegdheid om een onderzoek ter plaatse van de dienstverlener te houden.<sup>1049</sup>

---

1045 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128.

1046 Zie par. 6.5.3 en 6.5.4.

1047 Dit volgt uit het evenredigheidsbeginsel (art. 5:13 Awb), waarover par. 6.5.3.1. Zie ook par. 6.6.2.2 voor de vraag wanneer de toezichthouder zich rechtstreeks tot de dienstverlener mag wenden.

1048 Art. 12, sub c, Bupw; art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo.

1049 Vergelijk ook art. 79, Gedelegeerde AIFMD-verordening.

Dat zijn immers de bevoegdheden die de toezichthouder jegens een in Nederland gevestigde dienstverlener kan uitoefenen.<sup>1050</sup> Deze bedingen mogen ook niet te eng worden omschreven of uitgelegd: van (Nederlandse) dienstverleners wordt medewerking in de ruimste zin verwacht.<sup>1051</sup>

De regeling in het Bupw sluit hier op aan. Zij voorziet zowel in een contractueel te bedingen verplichting tot informatieverstrekking als een contractueel te bedingen bevoegdheid tot het (doen) houden van een onderzoek ter plaatse.<sup>1052</sup> Naar de letter van het Bupw gaat het hier om bevoegdheden ten gunste van DNB en de AFM. Het lijkt mij aannemelijk dat bedoeld is dat deze bevoegdheden (ook) aan de toezichtsmedewerkers toekomen. Wat daar ook van zij: om het toezicht niet te belemmeren, moeten de toezichtsmedewerkers zich op deze bedingen *kunnen* beroepen. Dat zal geen probleem zijn: de toezichtsmedewerkers handelen dan *namens* DNB of de AFM.

De bedingen kunnen met name nuttig zijn wanneer werkzaamheden zijn uitbesteed aan een buitenlandse dienstverlener. Jegens een dienstverlener die in Nederland is gevestigd, zie ik weinig nut voor deze bedingen. De toezichthouder kan zich dan (beter) bedienen van de Awb-bevoegdheden van zijn medewerkers en zijn eigen inlichtingenbevoegdheid.<sup>1053</sup> Toch is de opneming van deze bedingen ook dan verplicht. Zijn zij niet opgenomen in de overeenkomst met een Nederlandse dienstverlener, dan is handhavend optreden van de toezichthouder bovendien op zijn plaats. Een in Nederland gevestigde dienstverlener kan bijvoorbeeld zijn zetel naar een ander land verplaatsen. Dat zou de wettelijke (Awb-)bevoegdheden

---

1050 Zie par. 6.5.3 en 6.5.4. Ik wijs er op dat niet helemaal duidelijk is of de reikwijdte van de inlichtingenbevoegdheid zo ver gaat dat hij informatie in elke gewenste vorm kan opvorderen (zie voetnoot 1036).

1051 Par. 6.5.3.4. Vergelijk ook art. 38e, lid 2, sub h, Bgfo dat beleggingsondernemingen voorschrijft een beding op te nemen waarin de dienstverlener zich verplicht om met betrekking tot de uitbestede werkzaamheden "medewerking" te verlenen aan de toezichthouder. Deze verplichting is overigens niet gebaseerd op de Awb, maar op art. 14, lid 2, sub h, Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Daar spreekt wel dezelfde gedachte uit: de medewerking aan de toezichthouder moet niet te beperkt worden opgevat.

1052 Ook de regeling in art. 31 Bpr voor DNB-vergunde ondernemingen sluit op deze ratio aan. Hetzelfde geldt voor de regeling in art. 38e Bgfo voor beleggingsondernemingen. Voor andere financiële sectoren zijn zulke gedetailleerde verplichtingen niet opgenomen. Uit de ratio dat het toezicht niet mag worden belemmerd, volgt echter dat ondernemingen in deze sectoren ook zulke bedingen in hun uitbestedingsovereenkomsten moeten opnemen.

1053 Art. 168 Pw. Zie ook par. 6.5.4. De Minister dacht daar hetzelfde over (Toelichting op het Bpr, Stb. 2006, 519, p. 118-119).

van de Nederlandse toezichthouder effectief buitenspel zetten. Bovendien kunnen de bedingen, eenmaal opgenomen, als kettingbeding worden meegegeven in een keten van (onder)dienstverlening.<sup>1054</sup>

De bedingen ten gunste van de toezichthouder zijn contractuele derdenbedingen.<sup>1055</sup> De bedingen gelden in beginsel als door de toezichthouder aanvaard, ook wanneer hij dat niet uitdrukkelijk heeft aangegeven.<sup>1056</sup> Door de (impliciete) aanvaarding wordt de toezichthouder partij bij de uitbestedingsovereenkomst.<sup>1057</sup> Hij kan daarom nakoming vorderen.<sup>1058</sup> Ook de uitbesteder zelf kan nakoming ten gunste van de toezichthouder vorderen.<sup>1059</sup>

#### 6.6.2.2 Evenredigheidsbeginsel

De toezichthouder is bij de uitoefening van zijn toezichtsrechtelijke bevoegdheden gebonden aan het evenredigheidsbeginsel.<sup>1060</sup> Dat is hij ook wanneer hij gebruik maakt van contractuele bevoegdheden.<sup>1061</sup> Hieruit volgt dat hij zich in uitbestedingssituaties steeds moet richten tot “de meest geëigende partij”. Dat betekent dat hij zich in beginsel moet richten tot de uitbestedende partij. Soms is een uitzondering gerechtvaardigd. Zo kan de toezichthouder er om praktische redenen voor kiezen zich niet tot tientallen onder zijn toezicht staande uitbesteders te wenden, maar tot de enkele dienstverlener die voor hen gezamenlijk werkzaam is.<sup>1062</sup>

---

1054 Zie par. 2.5.7.3 en 5.11.

1055 Art. 6:253 BW.

1056 Een derdenbeding geldt als aanvaard wanneer het onherroepelijk is, jegens de derde om niet gemaakt en het door de derdebegunstigde niet onverwijld na kennisgeving is afgewezen (art. 6:253, lid 4, BW). Of het beding onherroepelijk is, wordt niet alleen bepaald aan de hand van de letterlijke bewoordingen, maar ook aan de hand van de bedoelingen van partijen en hetgeen zij redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten (HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635, m.nt. Brunner (Haviltex)). De wettelijke verplichting tot opneming maakt het voor de hand liggend dat naar de bedoelingen en redelijke verwachtingen van de partijen de bedingen onherroepelijk zijn.

1057 Art. 6:254, lid 1, BW.

1058 Art. 3:296 BW.

1059 Art. 6:256 BW.

1060 Zie par. 6.5.3.1.

1061 Art. 3:1, lid 2 jo. art. 3:4 Awb. Zie ook Kamerstukken II, 1988-1989, 21221, nr. 3, p. 19-20.

1062 Zie ook Stb. 2009, 43, p. 3.



Uit het evenredigheidsbeginsel volgt ook dat de toezichthouder de dienstverlener slechts in zijn onderzoek kan betrekken indien en voor zover dat voor de uitvoering van zijn wettelijke toezichtstaak nodig is.<sup>1063</sup> De toezichthouder kan geen (inzage in) informatie vorderen die voor de uitvoering van zijn wettelijke toezichtstaak niet nodig is. Informatie over bijvoorbeeld het klantenbestand van de dienstverlener kan daarom bedrijfsgeheim blijven. De toezichthouder die onderzoek doet naar transacties van één pensioenfonds, hoeft geen inzage te krijgen in de volledige administratie van de dienstverlener. Informatie over bijvoorbeeld de werkwijze bij het selecteren van beleggingen, de uitvoering van orders, het tegengaan van belangenverstrengelingen en over onderuitbesteding moet, indien verzocht, daarentegen wel worden verstrekt.

Naast het toezicht op pensioenfondsen en financiële ondernemingen, heeft DNB ook een wettelijke taak met betrekking tot bijvoorbeeld de financiële stabiliteit, het monetaire beleid en het betalingsverkeer.<sup>1064</sup> De contractueel te bedingen verplichting tot informatieverstrekking door de dienstverlener is echter niet opgenomen om DNB te bedienen in deze taken. Een verzoek van DNB aan de dienstverlener om informatie, niet ten behoeve van het toezicht op de uitbesteder en de uitbestede werkzaamheden, maar ten behoeve van zulke andere taken, levert *détournement de pouvoir* op.<sup>1065</sup> De dienstverlener mag dan ook weigeren zulke informatie te verstrekken, zou DNB daarom verzoeken.

### 6.6.2.3 Verplichting tot informatieverstrekking

De overeenkomst moet voor de dienstverlener de verplichting bevatten om informatie waar de toezichthouder ter uitvoering van zijn wettelijke taak om vraagt rechtstreeks aan die toezichthouder ter beschikking te stellen.<sup>1066</sup> Deze verplichting is een uitwerking van het beginsel dat uitbesteding geen

---

1063 Voor de contractuele inlichtingenbevoegdheid ten gunste van de toezichthouder is dat wel geëxpliciteerd (art. 13, lid 2, sub d, Bupw), maar niet voor het onderzoek ter plaatse (sub g van hetzelfde artikel). Dit is ook zo bij DNB-vergunde ondernemingen (art. 31 Bpr). Het Bgfo bevat nergens de beperking in het gebruik van de contractuele bevoegdheden voor de toezichthouder tot de uitvoering van hun wettelijke toezichtstaak.

1064 Art. 2-4 Bankwet.

1065 Art. 3:3 Awb. *Détournement de pouvoir* is de gebruikelijke term voor het gebruik van een bevoegdheid voor een ander doel dan waarvoor die bevoegdheid is gegeven.

1066 Art. 13, lid 2, sub d, Bupw. Het Bgfo bevat een vergelijkbare bepaling dat beleggingsondernemingen verplicht te bedingen dat de dienstverlener "medewerking

belemmering van het toezicht mag vormen.<sup>1067</sup> Het vormt de contractuele pendant van de inlichtingenbevoegdheid van de toezichthouder en zijn toezichtmedewerkers.<sup>1068</sup> Zij moet daarom niet alleen aan de toezichthouders, maar ook aan hun toezichtsmedewerkers toekomen.<sup>1069</sup> Zij moeten hen ook in staat stellen om de gevraagde informatie in elke gewenste vorm ter beschikking te krijgen.<sup>1070</sup>

#### 6.6.2.4 Onderzoek ter plaatse

De overeenkomst moet een beding bevatten op grond waarvan de toezichthouder een onderzoek ter plaatse kan verrichten of laten verrichten.<sup>1071</sup> Ook dit beding vormt een uitwerking van het principe dat uitbesteding geen belemmering van het toezicht mag vormen.<sup>1072</sup> Het vormt de contractuele pendant van de wettelijke bevoegdheid van toezichtmedewerkers (jegens eenieder in Nederland) om plaatsen te betreden.<sup>1073</sup> In dat licht moet het beding dan ook worden uitgelegd. Dat brengt mee dat inzage kan worden gevorderd in zakelijke gegevens zoals een papieren administratie of computerbestanden. Ook moet de mogelijkheid bestaan om kopieën van zakelijke gegevens te maken of te verkrijgen. Uit het proportionaliteitsbeginsel volgt dat de toezichthouder slechts toegang kan verlangen tot die bedrijfsruimten en inzage in die gegevens die voor de uitoefening van het toezicht noodzakelijk zijn.<sup>1074</sup>

Er is een verschil aan te wijzen tussen de contractuele en de Awb-bevoegdheid tot het betreden van plaatsen. De Awb-bevoegdheid biedt de toezichtmedewerker de mogelijkheid zich door deskundigen te laten vergezellen. Op grond van het contractuele beding kan de toezichtmedewerker het onderzoek ter plaatse ook laten uitvoeren zonder daar zelf bij aanwezig te zijn.

---

verleent" aan de toezichthouder (art. 38e, lid 2, sub h Bgfo). Die bepaling is gebaseerd op art. 13, lid 2, sub h, Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Het "verlenen van medewerking" kan ook omvatten dat de dienstverlener (rechtstreeks) aan de toezichthouder informatie ter beschikking stellen waar hij om vraagt.

1067 Art. 12, sub c, Bupw (art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo).

1068 Art. 5:16 Awb en art. 168 Pw. Zie par. 6.5.3.3 en 6.5.4.

1069 Zie par. 6.6.2.1.

1070 Zie par. 6.5.3.3 en 6.5.4.

1071 Art. 13, lid 2, sub g, Bupw. Vergelijk ook art. 31, lid 2, sub d, Bpr (voor DNB-vergunde ondernemingen) en art. 38e, lid 2, sub i, Bgfo (voor beleggingsondernemingen).

1072 Art. 12, sub c, Bupw (art. 27, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo).

1073 Art. 5:15 Awb. Zie par. 6.5.3.2.

1074 Zie par. 6.6.2.2.

Voorheen was in het Bupw opgenomen dat de toezichthouder slechts gebruik mocht maken van zijn contractuele bevoegdheid tot het (doen) houden van een onderzoek ter plaatse, "indien niet op andere wijze bij het fonds kan worden vastgesteld dat ten aanzien van de uitbestede werkzaamheden wordt voldaan aan [de wet]".<sup>1075</sup> In het Bupw is deze beperking geschrapt: DNB moet snel kunnen ingrijpen, ook wanneer het pensioenfonds niet direct toestemming geeft voor het onderzoek ter plaatse van de dienstverlener.<sup>1076</sup> Toch betekent dit niet dat de toezichthouder te pas en te onpas voor de deur van de dienstverlener kan verschijnen. Het evenredigheidsbeginsel blijft van toepassing. Ook na de schrapping van deze beperking zal de toezichthouder zich moeten richten tot "de meest geëigende partij". Dat is in beginsel het uitbestedende pensioenfonds.<sup>1077</sup>

In het Bpr en het Bgfo is de voorgeschreven contractuele bevoegdheid tot het (doen) houden van een onderzoek ter plaatse nog steeds beperkt tot de situatie dat de toezichthouder niet op andere wijze kan vaststellen dat de uitbestede werkzaamheden conform de wet worden uitgevoerd.<sup>1078</sup> De toezichthouder mag voor een onderzoek ter plaatse dus niet de (enkele) uitbestedende financiële onderneming passeren. Ik meen dat de toezichthouder zich desondanks tóch rechtstreeks tot de dienstverlener mag wenden voor een onderzoek ter plaatse, als dat dient om bij een veelvoud van onder toezicht staande uitbesteders de naleving van wettelijke regels ten aanzien van uitbestede werkzaamheden te onderzoeken. Dit volgt uit het evenredigheidsbeginsel.<sup>1079</sup>

#### 6.6.2.5 Onvolledige of niet-opneming van de bedingen

In de literatuur is de vraag gesteld of de bedingen ten gunste van de toezichthouder mogen worden afgezwakt door te bepalen dat naleving hiervan alleen is vereist als het verzoek van de toezichthouder redelijk is.<sup>1080</sup>

1075 Art. 13, lid 3, Bupw (oud).

1076 Stb. 2009, 43, p. 3. Dit is een opmerkelijke redenering. Het Bupw bevatte nooit een bepaling dat de toezichthouder *toestemming* nodig had van de uitbesteder om een onderzoek ter plaatse van de dienstverlener te houden. Ook het Bpr en het Bgfo bevatten nooit een dergelijke bepaling. De enige beperking was (en is dat in het Bpr en Bgfo nog steeds) dat de naleving van de wet niet via onderzoek bij de uitbesteder kan worden vastgesteld.

1077 Par. 6.5.3.1.

1078 Art. 31, lid 3, Bpr en art. 38e, lid 3, Bgfo.

1079 Zie par. 6.5.3.1.

1080 Verbunt & Siemers 2011, voetnoot 10.

Een dergelijk beding wordt wellicht opgenomen om de dienstverlener gerust te stellen over “bemoeizuchtige toezichthouders”.

De wettelijk voorgeschreven bedingen zijn van dwingend recht. Afzwakking is niet toegestaan. De voorwaarde dat het verzoek “redelijk” is, is evenwel geen afzwakking: een onredelijk verzoek is in strijd met het evenredigheidsbeginsel. Van belang is wel dat de term “redelijk” in het licht van het bestuursrechtelijke evenredigheidsbeginsel wordt uitgelegd.

Zou daarentegen zijn opgenomen dat een onderzoek ter plaatse ten minste drie maanden daaraan voorafgaand wordt aangevraagd, dan doormaakt dat de toets der kritiek niet. Er kunnen goede redenen zijn voor de toezichthouder om op korte termijn een onderzoek ter plaatse te (doen) verrichten. Een dergelijke beperking is in strijd met dwingend recht.

Een beding dat in strijd is met de dwingend voorgeschreven uitbestedingsregels is niet aantastbaar. Ook de overeenkomst die in strijd met de wet de voorgeschreven bedingen in het geheel niet bevat, is niet aantastbaar.<sup>1081</sup> Toch is er sprake van een overtreding van de wet. Dat kan de uitbesteder op een bestuurlijke boete komen te staan, maar dat lost het probleem niet op. De toezichthouder kan in plaats daarvan een aanwijzing of een last onder dwangsom geven dat de uitbestedingsovereenkomst op dit punt wordt aangepast of in haar geheel wordt beëindigd.<sup>1082</sup>

Voor het aanpassen van de overeenkomst is de medewerking van de wederpartij vereist. Wil de dienstverlener niet of niet op acceptabele voorwaarden de overeenkomst aanpassen, dan rest de uitbesteder geen andere optie dan de overeenkomst te beëindigen. Dat kan de vraag oproepen of het middel erger is dan de kwaal. Ik meen dat men terughoudend moet zijn met de conclusie dat dat het geval is. Het middel kan duur zijn, bijvoorbeeld door een hoge opzegvergoeding. Overtreding van de wet, vooral op een zo essentieel punt,<sup>1083</sup> moet echter niet worden aangemoedigd.

### 6.6.3 Informatie uit het toezicht op de dienstverlener

Niet elke dienstverlener is een onder (financieel) toezicht staande instelling. Vermogensbeheerders staan in beginsel wel onder financieel toezicht van ofwel de Nederlandse ofwel een buitenlandse toezichthouder.<sup>1084</sup>

---

1081 Art. 3:40, lid 3, BW. Zie par. 4.5.1.

1082 Par. 6.8.2.3.

1083 Niet-opneming van de voorgeschreven bedingen belemmert het toezicht; een uitbesteder die niet te allen tijde onder redelijke voorwaarden kan opzeggen, is niet “in control”.

1084 Voor Nederland, zie art. 2:96-104 Wft.

Dat toezicht op de vermogensbeheerder kan informatie opleveren die relevant is voor het toezicht op het pensioenfonds en diens uitbestede werkzaamheden. Relevant is bijvoorbeeld informatie waaruit blijkt dat de vermogensbeheerder niet beschikt over een deugdelijk beleid voor de selectie van beleggingen, deugdelijke risicomodellen ontbeert, geen verantwoording kan geven over de opbouw van de kosten of op andere punten gebreken in de beheersing of integriteit van de bedrijfsvoering vertoont.<sup>1085</sup> Tot zulke bevindingen kan de toezichthouder zelf komen, maar ze kunnen ook afkomstig zijn van zijn collega-toezichthouder. De vraag rijst dan of de toezichthouder dergelijke bevindingen uit het toezicht op de vermogensbeheerder mag gebruiken in het toezicht op het pensioenfonds.

#### 6.6.3.1 Eigen toezichtsinformatie

Informatie die DNB of de AFM verwerft door eigen toezichtshandelingen jegens de dienstverlener, zal veelal vertrouwelijk van aard zijn.<sup>1086</sup> Het uitgangspunt is dat de toezichthouder zulke vertrouwelijke informatie slechts mag gebruiken voor het Wft-toezicht.<sup>1087</sup> De toezichthouder of toezichtmedewerker mag de vertrouwelijke informatie dus wel gebruiken voor het toezicht op bijvoorbeeld een andere beleggingsonderneming of een beleggingsinstelling. De wettekst suggereert echter dat die vertrouwelijke informatie niet mag worden gebruikt voor het toezicht op grond van de Pensioenwet.

---

1085 In de casus van Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME) was bijvoorbeeld de kostenstructuur niet transparant en liepen de kosten zo hoog op dat daar zelfs kamervragen over zijn gesteld (Handelingen II, 2011-2012, nr. 195, aanhangsel). In een Engelse zaak kreeg vermogensbeheerder State Street UK van de Britse toezichthouder FCA een boete van (bijna) £ 23 miljoen opgelegd, omdat bij zes cliënten opzettelijk voor (ruim) \$ 20 miljoen dollar niet-afgesproken kosten in rekening waren gebracht. De toezichthouder concludeerde dat dit kon gebeuren door gebreken in de bedrijfsvoering van State Street UK. Zie FCA, final notice, 30 januari 2014.

1086 Informatie die in elk geval als vertrouwelijk moet worden aangemerkt betreft onder meer informatie van financiële ondernemingen met betrekking tot de bedrijfsvoering, de liquiditeitspositie, de (maand)rapportages, gegevens over (potentiële) bestuurders, solvabiliteitsmarges, gegevens over debiteuren, crediteuren of cliënten, gegevens van de afdeling R&D, plannen voor fusies of overnames en marketing/verkoopstrategieën. Het gaat om gegevens die van invloed kunnen zijn op de concurrentiepositie van de betreffende onderneming of een disproportionele inbreuk kunnen maken op de persoonlijke levenssfeer van betrokkene (Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 47).

1087 Art. 1:89, lid 1, Wft. Zie art. 204 Pw voor de spiegelbeeldige bepaling in de Pensioenwet.

Een toezichthouder mag zulke vertrouwelijke informatie wel delen met “de andere” toezichthouder, mits het beoogde gebruik van de vertrouwelijke gegevens of inlichtingen past in het kader van het toezicht op (...) personen die op die markten werkzaam zijn.<sup>1088</sup> Pensioenfondsen zijn (rechts)personen die op de financiële markten actief zijn. De AFM mag dus informatie die het heeft verkregen uit het toezicht op beleggingsondernemingen, delen met DNB voor het toezicht op pensioenfondsen.

Uit deze wetssystematiek volgt naar mijn mening dat DNB ook informatie die hij zélf verkrijgt uit het toezicht op (bank)beleggingsondernemingen, mag gebruiken voor zijn toezicht op pensioenfondsen. Als een toezichthouder informatie met een andere toezichthouder mag delen voor een bepaald doel, dan mag hij die informatie ook zelf voor dat doel gebruiken.<sup>1089</sup>

#### 6.6.3.2 Toezichtsinformatie van een collega-toezichthouder uit de EU

Op de lidstaten van de EU rust een loyaliteitsverplichting.<sup>1090</sup> Zij zijn gehouden elkaar te steunen en bijstand te verlenen.<sup>1091</sup> Europese toezichthouders zijn daarom gehouden om informatie over instellingen die onder

---

1088 Art. 1:90, lid 1, sub b, Wft. Er moet overigens ook worden voldaan aan de voorwaarden uit sub a en sub c tot en met f. Op die andere voorwaarden ga ik hier verder niet in.

1089 Omgekeerd kan verkregen vertrouwelijke informatie uit het toezicht op pensioenfondsen ook relevant zijn voor het toezicht op bijvoorbeeld vermogensbeheerders of verzekeraars. De Pensioenwet bevat ook op dit punt bepalingen die gebaseerd zijn op de Wft. Art. 204, lid 1, Pw bevat een geheimhoudingsplicht en verbiedt het gebruik van zulke informatie voor andere doeleinden dan op grond van de Pensioenwet is vereist. Art. 205, lid 1, sub b, Pw staat toe dat de toezichthouder zulke informatie deelt met de andere toezichthouder, mits dit past *in het kader van het toezicht op pensioenuitvoerders*. Naar de letter van de wet genomen mag de toezichthouder vertrouwelijke informatie die hij heeft verkregen uit het toezicht op pensioenfondsen dus *niet* gebruiken voor het toezicht op financiële ondernemingen. Anders dan de uitzondering in de Wft, brengt de uitzondering in de Pensioenwet daar geen verandering in. Omdat zowel de geheimhoudingsplicht als de genoemde uitzondering gebaseerd zijn op de vergelijkbare bepalingen uit de Wft, meen ik dat ook hier uit de wetssystematiek volgt dat de toezichthouder zulke vertrouwelijke informatie wél mag gebruiken voor het toezicht op financiële ondernemingen. Het was niettemin beter geweest als dit ook met zoveel woorden in de wet stond.

1090 Art. 4, lid 3, VEU (voorheen art. 10 EG).

1091 Zie bijv. HvJEG 27 september 1988, 235/87 (Matteucci), r.ov. 19 en HvJEU 11 juni 1991, C-251/89 (Athanasopoulos), r.ov. 57.

hun toezicht staan, met elkaar te delen wanneer daarom wordt gevraagd en het delen van die informatie van belang is voor de handhaving van het Europese recht.<sup>1092</sup>

Deze loyaliteitsverplichting wordt gewoonlijk uitgewerkt in de Europese verordeningen en richtlijnen. Ook de MiFID bevat een algemene verplichting tot samenwerking<sup>1093</sup> en een uitwerking daarvan met betrekking tot de uitwisseling van gegevens.<sup>1094</sup> Zonder toestemming van de verstrekende collega-toezichthouder, mag de ontvangende toezichthouder de uitgewisselde gegevens enkel gebruiken voor “zijn taken”.<sup>1095</sup> Met die “taken” lijkt uitsluitend te worden bedoeld op de taken die de toezichthouder heeft op grond van de MiFID.<sup>1096</sup> Toch meen ik dat men daaruit niet mag afleiden dat wanneer de Nederlandse toezichthouder bij zijn Europese collega-toezichthouder informatie opvraagt over de dienstverlenende vermogensbeheerder, hij die informatie niet mag gebruiken voor het toezicht op het uitbestedende pensioenfonds. De verstrekende collega-toezichthouder kan ook toestemming geven voor het gebruik van de uitgewisselde gegevens in het toezicht op het uitbestedende pensioenfonds.<sup>1097</sup> Uit de Europese loyaliteitsverplichting volgt dat hij die toestemming moet geven, althans voor zover dat toezicht op het pensioenfonds op Europese leest is geschoeid. Voor wat betreft de (naleving van de) prudent person-regel is dat het geval. Voor wat betreft de (naleving van de) uitbestedingsregels is dat impliciet, maar naar mijn mening ook het geval.<sup>1098</sup>

De uitwisseling van toezichtsinformatie binnen de EER sluit hierop aan, maar ligt toch iets ingewikkelder. De EU-loyaliteitsverplichting geldt niet voor de lidstaten van de EER die geen lidstaat van de EU zijn. Toch is het het oogmerk van de EER om tot een homogene economische ruimte te komen.<sup>1099</sup> De EER-Overeenkomst voorziet in voorschriften om zoveel mogelijk te verzekeren dat voor de EER relevante regelgeving, in de gehele EER op zo uniform mogelijke wijze worden uitgelegd en gehandhaafd.

---

1092 Preciezer geformuleerd gaat het om steun bij “de nakoming van de uit de Verdragen of uit de handelingen van de instellingen van de Unie voortvloeiende verplichtingen” (art. 4, lid 3, VEU).

1093 Art. 56, lid 1, MiFID.

1094 Art. 58 MiFID.

1095 Art. 58, lid 2 en 3, MiFID.

1096 Overweging 63, MiFID en de uitwerking van art. 58, lid 3, MiFID in sub a tot en met f.

1097 Art. 58, lid 2, MiFID.

1098 Zie par. 2.3.2.

1099 Considerans bij de EER-Overeenkomst.

### 6.6.3.3 Toezichtsinformatie van een collega-toezichthouder buiten de EU

Toezichthouders in landen buiten de EU zijn uiteraard niet aan Europese regels gebonden. Dat kan het toezicht belemmeren. Om die reden mag een vermogensbeheerder het beheer over een individueel vermogen van een niet-professionele belegger slechts uitbesteden aan een dienstverlener van buiten de EER als er een samenwerkingsovereenkomst bestaat tussen de toezichthouder uit dat land en de Nederlandse toezichthouders.<sup>1100</sup> Voor het individuele vermogensbeheer voor een pensioenfonds geldt die voorwaarde niet.<sup>1101</sup> Een pensioenfonds kan dus vrijelijk zijn vermogensbeheer uitbesteden aan een vermogensbeheerder van buiten de EER. Een samenwerking tussen de toezichthouders uit beide landen hoeft niet te bestaan.<sup>1102</sup>

De AFM is evenwel aangesloten bij het "IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding".<sup>1103</sup> Wereldwijd zijn er circa honderd toezichthouders aangesloten. Met hun aansluiting geven zij aan informatie met buitenlandse collega-toezichthouders te zullen delen. Alle aangesloten toezichthouders hebben naar nationaal recht de bevoegdheid om ten behoeve van hun buitenlandse collega-toezichthouder van iedereen inlichtingen te vorderen en die aan de collega-toezichthouder te verstrekken.<sup>1104</sup> Het nationale recht kan wel voorwaarden stellen aan die informatieverstrekking.<sup>1105</sup>

---

1100 Art. 38f, lid 1, sub b, Bgfo (art. 15, lid 1, sub b, Uitvoeringsrichtlijn MiFID).

1101 Pensioenfondsen zijn als uitgangspunt gekwalificeerd als *professionele beleggers*. Zij kunnen echter door "opting down" zich laten herclassificeren als *niet-professionele beleggers*. Dat kan per dienst, maar ook per transactie. Het zou ondoenlijk zijn als die veranderlijkheid in de classificatie een net zo veranderlijke toepasselijkheid van deze regel betekent. Dat brengt mij tot de conclusie dat men moet abstraheren van "opting down" en deze regel dus nooit van toepassing is bij individueel vermogensbeheer voor pensioenfondsen.

1102 Ook in andere financiële sectoren komt de voorwaarde van een samenwerkingsovereenkomst tussen de toezichthouders bijna niet voor. Dat is wel het geval voor beleggingsinstellingen (art. 38a, lid 2, sub b, Bgfo).

1103 Voluit: het Multilateral Memorandum of Understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information.

1104 Art. 6, sub b van het IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding.

1105 Zie in het bijzonder art. 6, sub a, en art. 6, sub e, onder (i) van het IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding. Zo mag de AFM enkel informatie over een vermogensbeheerder verstrekken aan een collega-toezichthouder uit een staat die geen lidstaat is, als is voldaan aan de eisen van art. 1:65 Wft. In grote lijnen komt het erop neer dat aan dezelfde waarborgen is voldaan als wanneer informatie wordt gedeeld met een collega-toezichthouder uit een lidstaat.



## 6.7 Algemene aspecten van handhaving

### 6.7.1 Overtreding

Bestuurlijke sancties worden opgelegd “wegens een overtreding”.<sup>1106</sup> Elke gedraging in strijd met de wet is een overtreding.<sup>1107</sup> Relevant voor dit onderzoek zijn overtredingen van met name de prudent person-regel en van de uitbestedingsregels.

Dat sancties worden opgelegd “wegens een overtreding”, betekent niet dat de toezichthouder eerst handhavend kan optreden wanneer de overtreding is gepleegd. Sommige handhavingsinstrumenten kan de toezichthouder reeds inzetten wanneer een overtreding dreigt.<sup>1108</sup> Ook dan wordt de sanctie opgelegd *wegens* een (dreigende) overtreding.

De wetgever vond het niet nodig om in het bestuursstrafrecht een regeling voor onvoltooide delicten<sup>1109</sup> op te nemen, zoals dat in het commune strafrecht wel is gebeurd.<sup>1110</sup> Voor de handhaving lijkt dat evenwel geen groot gemis, omdat de toezichthouder al preventief kan ingrijpen.

### 6.7.2 Overtreder

Een sanctie wordt opgelegd aan een “overtreder”. Onder “overtreder” worden zowel degene die de overtreding pleegt als degene die haar medepleegt, verstaan.<sup>1111</sup>

#### 6.7.2.1 De normgeadresseerde

Tot degenen die een overtreding plegen, behoren op de eerste plaats diegenen tot wie de (geschonden) norm zich richt. Zowel de uitbestedingsregels als de prudent person-regel zijn gericht tot het pensioenfonds.

---

1106 Art. 5:2, lid 1, sub a, Awb.

1107 Art. 5:1, lid 1, Awb. Daaronder zijn ook gedragingen te begrijpen die in strijd zijn met regels die niet bij, maar krachtens de wet zijn gesteld.

1108 Art. 5:7 Awb. Zie ook par. 6.7.3.

1109 Strafbare onvoltooide delicten zijn de poging en de voorbereiding tot het plegen van een misdrijf. Zie art. 45-46b Sr.

1110 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 125.

1111 Art. 5:2, lid 2, Awb. (In het strafrecht valt de medepleger juist niet onder “overtreder”. Medeplegen is apart strafbaar (zie Doorenbos 2013, p. 160).

### 6.7.2.2 Functioneel daderschap

Een overtreding wordt *fysiek* veelal gepleegd door een of meer medewerkers van het pensioenfonds of van de dienstverlener. Een medewerker van het fonds verricht bijvoorbeeld geen deugdelijk “due diligence”-onderzoek naar de dienstverlener, stelt een ondeugdelijke uitbestedingsovereenkomst op of grijpt niet in ondanks dat de rapportages duidelijke signalen bevatten dat daar reden toe is. De prudent person-regel wordt effectief geschonden door de medewerker van de vermogensbeheerder die de transacties inzake de beleggingsportefeuille verricht.

Toch kan in zulke gevallen het pensioenfonds door toerekening als overtreder worden aangemerkt. Er is dan sprake van functioneel daderschap.<sup>1112</sup> Bij functioneel daderschap wordt niet zozeer gekeken naar het fysieke gedrag van een individuele werknemer, maar wordt veeleer beoordeeld of de rechtspersoon “eindverantwoordelijk”<sup>1113</sup> of “maatschappelijk gezien verantwoordelijk”<sup>1114</sup> is. Daarvan kan sprake zijn, als is voldaan aan de IJzerdraad-criteria:<sup>1115</sup>

- de gedraging is van iemand die hetzij uit hoofde van een dienstbetrekking hetzij uit andere hoofde werkzaam is ten behoeve van de rechtspersoon,
- de gedraging past in de normale bedrijfsvoering van de rechtspersoon,
- de gedraging is de rechtspersoon dienstig geweest in het door hem uitgeoefende bedrijf, of

---

1112 Art. 5:1, lid 3, Awb. De figuur van het functionele daderschap is ontwikkeld in het strafrecht. Daarom wordt in dit wetsartikel verwezen naar art. 51, leden 2 en 3, Sr.

1113 Doorenbos 2013, p. 161.

1114 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 78.

Overigens werd de figuur van het functionele daderschap reeds vóór de uitdrukkelijke opneming van die figuur in de Awb toegepast in het bestuursstrafrecht. Zie bijv. ABRvS 3 juli 2002, AB 2002, 311; JB 2002, 243 en ABRvS 17 juli 2002, AB 2003, 78.

1115 Deze criteria zijn zo genoemd naar het arrest HR 23 februari 1954, NJ 1954, 378 (IJzerdraad) waar voor de eerste maal iemand door toerekening strafrechtelijk verantwoordelijk werd gehouden voor de overtreding die fysiek door een ander werden gepleegd. In dit geval werd een ondernemer bestraft voor fraude bij de export van ijzerdraad, hoewel de formulieren waren ingevuld door een van zijn werknemers. Later werd het ook mogelijk om bij wijze van toerekening rechtspersonen als dader aan te wijzen. Zie thans: art. 51 Sr en art. 5:1, lid 3, Awb.

- de rechtspersoon vermocht erover te beschikken of de gedraging al dan niet zou plaatsvinden en zodanig of vergelijkbaar gedrag werd blijkens de feitelijke gang van zaken door de rechtspersoon aanvaard of placht te worden aanvaard. Onder bedoeld aanvaarden is mede begrepen het niet betrachten van de zorg die in redelijkheid van de rechtspersoon kon worden gevergd met het oog op de voorkoming van de gedraging.<sup>1116</sup>

Toerekening is al mogelijk als aan één van deze criteria wordt voldaan. Wordt de overtreding fysiek gepleegd door een of meer werknemers van het fonds, dan is duidelijk dat aan meerdere criteria is voldaan.

Dat is ook het geval bij uitbesteding in de zin van de wet. De reikwijdte van het begrip uitbesteding in de wet is immers al beperkt tot werkzaamheden die passen in de normale bedrijfsvoering van de uitbesteder. De werkzaamheden van de dienstverlener zijn dienstig aan het bedrijf van de uitbesteder. Ook is de dienstverlener (uit andere hoofde, normaal gesproken in opdracht) werkzaam voor de uitbesteder. Tot slot ligt de ratio van de uitbestedingsregels erin dat de uitbesteder ervoor heeft te zorgen dat hij “vermag te beschikken dat gedragingen conform de op hemzelf van toepassing zijnde regelgeving zijn”.

### 6.7.2.3 Medepleger en medeplichtige

Bestuursrechtelijk geldt ook een medepleger van een overtreding als overtreder.<sup>1117</sup> De wetgever wilde op dit punt aansluiten bij het strafrecht.<sup>1118</sup> Hij vond het echter niet nodig om sancties te zetten op andere deelnemingsvormen dan het medeplegen.<sup>1119</sup> Dit betekent dat in het bestuursrecht doen plegen, uitlokking en medeplichtigheid niet met sancties wordt bedreigd.<sup>1120</sup> In de praktijk is het onderscheid tussen medeplegen en medeplichtigheid niet erg scherp. Het verschil ligt in de mate van

1116 De eerste drie criteria vormen de oorspronkelijke IJzerdraad-criteria. Het laatste criterium is een aanvulling en is afkomstig uit HR 21 oktober 2003, NJ 2006, 328, m.nt. Mevis (Drijfmest). Dit arrest staat ook wel bekend als het Zijpe-arrest.

1117 Art. 5:1, lid 2, Awb.

1118 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 79. Het wijkt in zoverre echter af dat in het strafrecht de medepleger *apart* strafbaar is (zie voetnoot 1111).

1119 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 79.

1120 Bij “doen plegen” laat iemand de overtreding plegen door een ander die daarvoor niet verantwoordelijk is. Het klassieke voorbeeld is de ouder die een kind een voorwerp laat stelen. Alleen de doenpleger geldt als overtreder. Ook bij uitlokking laat iemand de overtreding begaan door een ander, maar wordt die ander daartoe aangezet, bijvoorbeeld door giften of beloften. Zowel de uitlokker als de feitelijke

samenwerking. Bij medeplichtigheid gaat het om “opzettelijke behulpzaamheid”, bij medeplegen is de samenwerking meer gelijkwaardig. Het gaat bij medeplegen om “een bewuste en nauwe samenwerking” bij het plegen van de overtreding.<sup>1121</sup> Voor een partij die door de toezichthouder als medepleger (mede)verantwoordelijk wordt gehouden, kan het daarom interessant zijn om te proberen aan te tonen slechts medeplichtig te zijn.<sup>1122</sup>

Een medepleger hoeft niet zelfstandig alle bestanddelen van de delictsomschrijving te vervullen. Er moet wel sprake zijn van een “bewuste en nauwe samenwerking”.<sup>1123</sup> Dat betekent niet dat zij moeten weten dat de gedraging verboden is. Voldoende is dat zij opzet op de gedraging hebben. Voorts vereist een nauwe samenwerking niet dat er sprake is van een gezamenlijke uitvoering. Wie slechts de planning en organisatie van een crimineel feit verzorgt, geldt eveneens als medepleger.<sup>1124</sup>

De figuur van de deelneming leent zich uitstekend om een opdrachtnemer (mede-)verantwoordelijk te houden voor een overtreding. Dat is van belang. Het uitbestedende pensioenfonds is veelal de normgeadresseerde. Het (opzettelijke) handelen van de medeplegende dienstverlener bij die overtreding is echter net zo strafwaardig.<sup>1125</sup> Men denke bijvoorbeeld aan een dienstverlener die – opzettelijk en in samenwerking met het pensioenfonds – informatie waar de toezichthouder ter uitvoering van zijn wettelijke taak om verzoekt, niet ter beschikking stelt. Evenzo denke men aan

---

dader zijn overtreder. Bij medeplichtigheid is iemand opzettelijk behulpzaam bij het plegen van de overtreding of verschaft die persoon opzettelijk gelegenheid, middelen of inlichtingen aan de overtreder. Ook hier zijn beiden strafbaar. Zie art. 47 en 48 Sr. Zie ook De Hullu 2012, p. 453-479.

1121 Een klassiek voorbeeld van medeplegen is de casus van HR 29 oktober 1934, NJ 1934, 1673 (Wormerveerse brandstichting). Daarbij hadden twee personen afgesproken samen de brand te stichten en was het min of meer toeval wie feitelijk de brand aanstak en wie het aan te steken hooi aangaf en de trap steunde waarop de brandstichtende ander stond.

1122 Doorenbos verwacht dat dit in sommige zaken wel eens tot een stevige discussie kan leiden (Doorenbos 2013, p. 158).

1123 Bijv. HR 17 november 1981, NJ 1983, 84, m.nt. Van Veen (Containerdiefstal).

1124 In zijn toelichting op de Awb schrijft de wetgever dat wél een gezamenlijke uitvoering vereist is (zie Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 79). De Hoge Raad meent echter van niet. Zie bijv. HR 17 november 1981, NJ 1983, 84, m.nt. Van Veen (Containerdiefstal).

1125 De wetgever geeft het voorbeeld van een belastingadviseur die tot de belastingplichtige gerichte normen overtreedt (Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 79-80).

een vermogensbeheerder die – opzettelijk en in samenwerking met het pensioenfonds – meer dan 10% van de beleggingsportefeuille belegt in de bijdragende onderneming.

#### 6.7.2.4 Leidinggevend en als overtreders

Ook zij die leiding geven aan een overtreding kunnen als dader worden gestraft.<sup>1126</sup> Leidinggevend zijn veelal de bestuurders van het pensioenfonds. Zij worden dan in feite verantwoordelijk gehouden voor een overtreding door “hun” pensioenfonds.<sup>1127</sup> Het is echter geen vereiste dat de leidinggevende bestuurder is. Ook ondergeschikten en zelfs personen die geen enkele formele functie in de organisatie vervullen, kunnen leidinggever zijn.<sup>1128</sup>

Voor aansprakelijkheid van de leidinggever is vereist dat hij tot het feit opdracht of feitelijk leiding heeft gegeven aan de verboden gedraging.<sup>1129</sup> In de praktijk worden leidinggevers vooral aansprakelijk gesteld voor “feitelijk leiding geven”. Dat is begrijpelijk: “opdracht geven” valt vrijwel altijd samen met “feitelijk leiding geven”.<sup>1130</sup>

Het geven van een opdracht kan op allerlei wijzen gebeuren. Zelfs het doen van een suggestie aan een ondergeschikte kan een opdracht inhouden.<sup>1131</sup> Van feitelijk leidinggeven is sprake als de leidinggever opzettelijk de verboden gedraging bevordert. Van bevorderen is al sprake als hij redelijkerwijs gehouden was de verboden gedraging te voorkomen, maar dat desondanks nalaat.<sup>1132</sup> Een leidinggever die, op grond van een onderlinge taakverdeling of een werkafspraken, gerechtvaardigd mocht vertrouwen op het ingrijpen van zijn collega én niet nalatig geweest is in het treffen van maatregelen om de overtreding te beëindigen, kan niet worden gestraft.<sup>1133</sup>

1126 Art. 5:1, lid 3, Awb jo. art. 51, lid 2, onder 2°, Sr.

1127 Doorenbos 2013, p. 167.

1128 Zie Doorenbos 2013, p. 168-169.

1129 Zie art. 51, lid 2, onder 2°, Sr.

1130 Doorenbos 2013, p. 168.

1131 HR 10 februari 1987, NJ 1987, 662, m.nt. ‘t Hart. Kritisch daarover is Doorenbos 2013, p. 168.

1132 Het standaardarrest is HR 16 december 1986, NJ 1987, 321 en 322 (Slavenburg II). Zie in het bijzonder r.ov. 5.1.1 en 5.1.2.

1133 Zie Doorenbos 2013, p. 170, onder verwijzing naar Hof ‘s-Gravenhage 2 december 1987, NJ 1988, 433 (Vrijspraak Piet S.). Doorenbos noemt daar niet als voorwaarde “het niet nalatig zijn in het treffen van maatregelen”. Echter, ook het laten voortbestaan van een verboden toestand, kan een overtreding zijn (Kamerstukken II,

Het gaat hier om een afgeleide aansprakelijkheid: de leidinggever is pas strafbaar als vaststaat dat de rechtspersoon een overtreding heeft begaan.<sup>1134</sup> De toezichthouder kan er niettemin voor kiezen om de rechtspersoon dan wel de leidinggevende dan wel hen tezamen te bestraffen.<sup>1135</sup> Hoewel het daderschap van de rechtspersoon moet vaststaan, kan de toezichthouder er dus ook voor kiezen om de rechtspersoon niet, maar de leidinggever wel te beboeten.

### 6.7.3 De soorten handhavingsinstrumenten en hun toepasbaarheid

Het handhavingsinstrumentarium van de toezichthouder bestaat voornamelijk uit sancties. Iedere door de toezichthouder wegens een overtreding opgelegde verplichting of onthouding van een aanspraak, is een bestuurlijke sanctie.<sup>1136</sup> De meest gebruikte zijn de aanwijzing, de last onder dwangsom en de bestuurlijke boete.<sup>1137</sup> De toezichthouder beschikt ook over handhavingsinstrumenten die geen sanctie zijn. Zo maken de toezichthouders veel gebruik van het normoverdragende gesprek. De toezichthouder kan ook overgaan tot een herbeoordeling van de geschiktheid of betrouwbaarheid van beleidsbepalers. In sommige gevallen kan de toezichthouder door aangifte ook een strafrechtelijk handhavingsproces in gang zetten.<sup>1138</sup>

De toezichthouder hoeft niet steeds te wachten tot een overtreding daadwerkelijk plaatsheeft. Reeds wanneer een overtreding dreigt, kan hij optreden. Hij kan daartoe een normoverdragend gesprek inzetten, maar ook een aanwijzing of een last onder dwangsom geven.<sup>1139</sup> Voor zulke preventieve

---

2003-2004, 29702, nr. 3, p. 77). Daarvan is zeker sprake wanneer iemand het in zijn macht heeft om de gepleegde overtreding te beëindigen, maar haar welbewust in stand laat. Stel dat A, B en C bestuurder zijn van een pensioenfonds. Op grond van een onderlinge taakverdeling heeft A het vermogensbeheer tot zijn takenpakket. Buiten medeweten van zijn medebestuurders besteedt hij de vaststelling van het beleggingsbeleid uit en overtreedt daarmee het uitbestedingsverbod van art. 12, sub a, Bupw. Wanneer B en C van deze verboden uitbesteding kennisnemen, zijn zij gehouden haar terug te draaien.

1134 HR 12 januari 2010, RvdW 2010, 168.

1135 Art. 51, lid 2, Sr. Zie ook Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 79.

1136 Art. 5:2, lid 1, sub a, Awb.

1137 Zie bijv. Schermer 2012.

1138 Art. 215 Pw.

1139 Voor herstelsancties zoals de last onder dwangsom volgt dat uit art. 5:7 Awb. Als voorwaarde geldt dat de overtreding "klaarblijkelijk dreigt". Daarvan is sprake als een aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid bestaat dat de overtreding zal plaatsvinden (zie bijv. ABRvS 25 januari 2006, AB 2006/229, m.nt. Michiels en ABRvS 11 januari 2006, AB 2006/240, m.nt. Vermeer).

handhaving kan bijvoorbeeld aanleiding bestaan wanneer de toezichthouder kennisneemt van de inhoud van een concept-uitbestedingsovereenkomst en van mening is dat het concept niet voldoet aan de eisen der wet. De sancties die een toezichthouder kan opleggen, worden onderscheiden in herstelsancties en bestraffende sancties. Een herstelsanctie strekt tot het ongedaan maken of beëindigen van een overtreding, tot het voorkomen van herhaling, dan wel tot het wegnemen of beperken van de gevolgen van een overtreding.<sup>1140</sup> Een bestraffende sanctie beoogt de overtreder leed toe te voegen.<sup>1141</sup>

Dit onderscheid is van belang voor de vraag of voor hetzelfde feit meerdere sancties naast elkaar of ná elkaar kunnen worden opgelegd. De oplegging van meerdere sancties naast elkaar voor hetzelfde feit heet cumulatie. Cumulatie van bestraffende sancties is in het financiële bestuursrecht niet mogelijk. De financiële toezichthouders hebben slechts één bestraffende sanctie tot hun beschikking: de bestuurlijke boete. Wel is er voorzien in een regeling om te voorkomen dat voor een feit zowel vanuit bestuursrechtelijke als vanuit strafrechtelijke hoek bestraffende sancties worden opgelegd.<sup>1142</sup> De essentie van die regeling is dat wanneer een strafrechtelijk traject in gang is gezet, het strafrechtelijke traject voorrang heeft boven een bestuursrechtelijk traject.<sup>1143</sup>

---

Een aanwijzing kan preventief worden opgelegd op grond van art. 171, lid 2, Pw. Als voorwaarde geldt dan dat de toezichthouder "tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit, de liquiditeit of de bedrijfsvoering van het pensioenfonds in gevaar kunnen brengen". Art. 1:75, lid 2, Wft bevat een vergelijkbare bepaling voor de oplegging van aanwijzingen aan financiële ondernemingen.

Het normoverdragende gesprek is niet in de wet geregeld, maar is uit zijn aard gericht op het voorkomen van een dreigende overtreding.

1140 Art. 5:2, lid 1, sub b, Awb. De frase "voorkomen van herhaling" suggereert dat een preventieve herstelsanctie eerst kan worden opgelegd als een eerste overtreding reeds heeft plaatsgevonden. Dat is onjuist. Een herstelsanctie kan worden opgelegd, als "een overtreding klaarblijkelijk dreigt" (art. 5:7 Awb), ook wanneer geen sprake is van herhaling.

1141 Art. 5:2, lid 1, sub c, Awb.

1142 Cumulatie van bestraffende sancties is in het strafrecht heel gewoon. Zo kan voor een feit zowel een geldboete als een vrijheidsstraf worden opgelegd. De straftoemeting is evenwel naargelang de ernst van het feit. Wanneer vanuit zowel bestuursrechtelijke als vanuit strafrechtelijke hoek proportionele sancties zouden worden opgelegd, zou de dader alsnog dubbel (en buitenproportioneel) worden bestraft.

1143 Art. 5:44 Awb.

Cumulatie van een bestraffende en een herstelsanctie is wel mogelijk. Er kan immers alle reden zijn om de dader te bestraffen, maar tegelijkertijd ook de gevolgen van een overtreding te herstellen of herhaling te voorkomen.<sup>1144</sup> Cumulatie van herstelsancties is daarentegen niet mogelijk.<sup>1145</sup>

Ná elkaar opleggen van bestraffende sancties voor hetzelfde feit is niet toegestaan. Het “ne bis in idem”-beginsel staat daaraan in de weg.<sup>1146</sup> Het “ne bis in idem”-beginsel is echter niet van toepassing op herstelsancties. Herstelsancties kunnen dus wél na elkaar worden opgelegd. Voorwaarde is dat de onrechtmatige situatie dan nog bestaat. De toezichthouder kan dus een last onder dwangsom opleggen, wanneer de eerder door hem gegeven aanwijzing niet effectief blijkt te zijn.<sup>1147</sup>

De AFM en DNB hebben een handhavingsbeleid geformuleerd. Daarin hebben zij aangegeven hoe zij te werk gaan en waar zij op letten bij het opleggen van een sanctie.<sup>1148</sup>

## 6.8 Handhavingsinstrumenten jegens het uitbestedende pensioenfonds

De toezichthouder staan diverse handhavingsinstrumenten ter beschikking. De meest gebruikte en daarom meest relevante zijn het normoverdragende gesprek, de aanwijzing, de last onder dwangsom en de bestuurlijke boete. De mogelijkheid om bestuurders te hertoetsen is ook vermeldenswaard, gelet op de noodzaak om binnen het fonds over deskundigheid ten aanzien van uitbesteding en vermogensbeheer te beschikken.

---

1144 Zie Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 88-89.

1145 Art. 5:8 Awb. De reden ligt hierin dat van een herstelsanctie voldoende speciaal preventieve werking zal uitgaan, zodat cumulatie ook niet nodig is. In de toelichting op art. 5:8 Awb wordt verwezen naar Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, blz. 133.

1146 Art. 68, lid 1, Sr. In het financiëletoezichtsrecht is dit beginsel niet vastgelegd. Dat was ook niet nodig, omdat de financiële toezichthouders over slechts één bestraffende sanctie beschikken.

1147 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 88-89.

1148 Handhavingsbeleid AFM & DNB 2008, p. 30.



Naast deze instrumenten kan de toezichthouder zich ook bedienen van de stille curatele en de bewindvoering.<sup>1149</sup> Als alternatief voor de intrekking van een vergunning, kan hij de inschrijving van een pensioenfonds in het register doorhalen.<sup>1150</sup> Soms kan en soms moet hij geconstateerde overtredingen en de opgelegde handhavingsmaatregelen publiceren.<sup>1151</sup> Hij kan ook een strafrechtelijk handhavingsproces in gang zetten.<sup>1152</sup> Tot slot kan hij ook civielrechtelijke middelen inzetten.<sup>1153</sup> Al deze middelen zijn ook denkbaar bij schending van de prudent person-regel of de uitbestedingsregels. Er zijn mij echter slechts een beperkt aantal, meestal oudere zaken bekend waarin zulke middelen ook zijn ingezet.<sup>1154</sup> In de handhavingspraktijk bedient de toezichthouder zich van de instrumenten die ik in de vorige alinea noemde. Daarom beperk ik mij in dit hoofdstuk tot die instrumenten.

1149 Art. 172 en 173 Pw. De AFM beschikt niet over deze twee bevoegdheden ten aanzien van pensioenfondsen (art. 37 Bupw). De bevoegdheid om een bewindvoerder aan te stellen is een zeer ingrijpende en wordt daarom weinig gebruikt. Een bewindvoerder werd aangesteld in Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 1980, nr. 17/80 (Pensioenfonds Scheepshelling Maatschappij Scheveningen); Hof Amsterdam (OK) 19 februari 1981, nr. 28/80 (Pensioenfonds Koninklijke Scholten-Honig NV); Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88 (Pensioenfonds MDS); Hof Amsterdam (OK) 10 november 1994, nr. 416/94 (Stichting Nationaal Pensioenfonds); Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2004, PJ 2004/109 (Snelrewaard Pensioen BV) en Hof Amsterdam (OK) 29 april 2011, PJ 2011/95, m.nt. Thijssen.

1150 Art. 210 Pw. Zie ook Rb Rotterdam 30 mei 2013, TPV 2013/39, PJ 2013/118, m.nt. Witte (GSFS I), waar de voorzieningenrechter het besluit tot doorhaling schorste, omdat DNB niet aannemelijk had gemaakt dat minder zware middelen ontoereikend zouden zijn.

1151 Art. 188 en 191 Pw.

1152 Art. 215 Pw.

1153 De toezichthouder is een "krachtens de wet bij de organisatie van de rechtspersoon betrokkene" (art. 2:8, lid 1, BW). Op die grond kan hij besluiten van de rechtspersoon laten vernietigen (art. 2:15 BW). Zie ook Tulfer 1997, nr. 763 en 808. De meeste pensioenfondsen zijn een stichting. De toezichthouder kan dan bovendien als belanghebbende een vordering instellen tot bijvoorbeeld vernietiging van de statuten (art. 2:295 BW), ontslag van een bestuurder (art. 2:298, lid 1, BW) of zelfs tot ontbinding van het fonds (art. 2:301 BW). Ontslag werd gevorderd in Rb Haarlem 24 april 1996, JOR 1998/17, m.nt. Wessels, PJ 1997/72, m.nt. Van der Meer, P&P 1997/6, m.nt. Boshuizen.

1154 Zie de rechtspraak in de voetnoten 1047, 1048 en 1051.

### 6.8.1 Het normoverdragende gesprek

#### 6.8.1.1 Duiding van het normoverdragende gesprek

Het normoverdragende gesprek is niet in de wet geregeld.<sup>1155</sup> Ook het Handhavingsbeleid van de AFM en DNB<sup>1156</sup> bevat geen omschrijving van dit handhavingsmiddel.

De term “gesprek” is niet erg accuraat. In de praktijk is het een eenzijdige mededeling van de toezichthouder aan de vermeende overtreder. Die mededeling houdt in dat diens gedrag een overtreding is. Ze fungeert als een (laatste) waarschuwing. Bij herhaling van de vermeende overtreding dreigen voor de vermeende overtreder formele maatregelen, zoals een aanwijzing of een boete. Een normoverdragend gesprek is ook lang niet altijd mondeling. Veelvuldig krijgt dit handhavingsinstrument de vorm van een waarschuwingsbrief, soms zelfs aan een hele sector.<sup>1157</sup>

Een normoverdragend gesprek is geen sanctie; het is slechts een (laatste) waarschuwing. Toch is er geen sprake van gedogen, maar van handhaven, wanneer de toezichthouder een normoverdragend gesprek houdt. Er is een groot verschil tussen gedogen en waarschuwen. Ook van waarschuwen gaat een normhandhavende werking uit, die zeer effectief kan zijn. Dat laatste is van belang, omdat de toezichthouders *effectief* moeten handhaven.<sup>1158</sup> Dat betekent niet dat een normoverdragend gesprek in alle gevallen effectief is.<sup>1159</sup> De toezichthouder moet van geval tot geval beoordelen of het instrument geschikt is.

---

1155 Hillen 2008, p. 235 schrijft over “instrumenten (...) die deze toezichthouders zelf hebben bedacht en dus geen (directe) wettelijke grondslag hebben”.

1156 Handhavingsbeleid AFM en DNB 2008.

1157 Sachse 2013, p. 395-397.

1158 Zie par. 4.2.

1159 In diverse zaken is geoordeeld dat de toezichthouder terecht niet volstond met een normoverdragend gesprek, omdat dat in *die* zaak geen effectief instrument zou zijn. Zie bijv.: CBb 1 april 2008, PJ 2008, 42, AB 2010, 142 (gebruik naam PGGM); Rb Rotterdam 5 april 2007, PJ 2007, 76; Rb Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274, AB 2008, 346 en Ondernemingsrecht 2008, 167; Rb Rotterdam 2 juli 2009, JOR 2009/262; Rb Rotterdam 22 juli 2010, JOR 2010/273, m.nt. Hoff en Rb Rotterdam 16 december 2010, JOR 2011/83, m.nt. Nelemans en Živković.

### 6.8.1.2 De bevoegdheid van de toezichthouder

Zoals al opgemerkt, is het normoverdragende gesprek geen in de wet geregeld instrument. Het ontbreken van een expliciete wettelijke grondslag komt naar mijn mening evenwel niet in strijd met het legaliteitsbeginsel.

De meer strafrechtelijke betekenis van het legaliteitsbeginsel luidt dat geen straf wordt opgelegd zonder een aan de overtreding voorafgaand wettelijk voorschrift.<sup>1160</sup> Deze betekenis is hier niet van toepassing, omdat een normoverdragend gesprek geen sanctie is. Er wordt immers geen verplichting opgelegd of aanspraak onthouden;<sup>1161</sup> er wordt slechts herinnerd aan een bestaande verplichting.<sup>1162</sup>

De meer bestuursrechtelijke betekenis van het legaliteitsbeginsel houdt in dat aan een overheidsoptreden een wettelijke bevoegdheid ten grondslag moet liggen.<sup>1163</sup> Ook het bestuursrechtelijke legaliteitsbeginsel vormt naar mijn mening geen belemmering. Van belang is dat de toezichthouder wel een bevoegdheid, maar geen verplichting heeft tot het opleggen van sancties.<sup>1164</sup> Dit impliceert een discretionaire ruimte voor de toezichthouder waarin het een eigen afweging mag maken of het een sanctie oplegt of daarvan afziet. DNB en de AFM hebben een gezamenlijke beleidsregel opgesteld waarin zij aangeven hoe zij met deze discretionaire ruimte omgaan.<sup>1165</sup> Hoewel het normoverdragend gesprek niet als instrument in de wet is geregeld, biedt de wet dus wel de grondslag voor deze handwijze. In de literatuur is ook wel geopperd dat de bevoegdheid is gelegen in de taakstelling van de toezichthouder. Het normoverdragende gesprek houdt immers ten nauwste verband met hun toezichthoudende taak.<sup>1166</sup>

---

1160 Zie art. 5:4, lid 2, Awb voor het bestuursstrafrecht. Zie ook art. 16 Grondwet en art. 1 Sr.

1161 Zie art. 5:2, lid 1, sub a, Awb.

1162 Zie bijv. ABRvS 18 januari 2006, AB 2006, 122 en ABRvS 21 maart 2007, AB 2007, 223, m.nt. Vermeer.

1163 Zie Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, nr. 2.2-2.3; Schlössels & Stroink 2010, p. 26 en 68-69. Dit bestuursrechtelijke legaliteitsbeginsel is deels ongeschreven recht.

1164 De handhavingsbevoegdheden van de toezichthouders zijn steeds vastgelegd in "kan"-bepalingen.

1165 Handhavingsbeleid AFM & DNB 2008, par. 2.

1166 Zo ook Sachse 2013, p. 397. De taakstelling van de toezichthouders is te vinden in art. 151 Pw. Voor de Wft is dat art. 1:24 en 1:25 Wft.

### 6.8.2 De aanwijzing

Een pensioenfonds dat de uitbestedingsregels of de prudent person-regel overtreedt, kan van zijn toezichthouder een aanwijzing krijgen. DNB kan ook preventief een aanwijzing geven, wanneer hij tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit, de liquiditeit of de bedrijfsvoering van het pensioenfonds in gevaar brengen.<sup>1167</sup>

#### 6.8.2.1 Duiding van de aanwijzing

In het algemene bestuursrecht heet de aanwijzing een “zelfstandige last”.<sup>1168</sup> Een aanwijzing is een ambtelijk bevel.<sup>1169</sup> Ze vertoont verwantschap met de toezichtsvordering en de last onder dwangsom.<sup>1170</sup> Waar de last onder dwangsom slechts voor bepaalde overtredingen kan worden opgelegd, heeft de aanwijzingsbevoegdheid echter een generiek karakter. De aanwijzing lijkt op het eerste gezicht geen straf: ze is een zelfstandige last, een last *zonder* dwangsom. Desalniettemin is een aanwijzing een (herstel)sanctie: de toezichthouder legt namelijk een verplichting op.<sup>1171</sup>

Met een aanwijzing verplicht de toezichthouder het pensioenfonds om binnen een door hem gestelde redelijke termijn een bepaalde gedragslijn te volgen.<sup>1172</sup> Een redelijke termijn kan kort zijn.<sup>1173</sup> De aanwijzingsbeschikking

---

1167 Art. 171 Pw. In de Wft is de aanwijzingsbevoegdheid geregeld in art. 1:75 Wft. Naast deze algemene aanwijzingsbevoegdheid, beschikken DNB en de AFM nog over tal van bijzondere aanwijzingsbevoegdheden. Zie daarvoor Jansen 2013, p. 173 en Grundmann-van de Krol 2012, p. 724-736.

1168 Zie bijv. Jansen 2013, p. 173.

1169 Art. 184 Sr.

1170 De toezichtsvordering is geregeld in art. 5:20 Awb (zie ook par. 6.5.3.4) en de last onder dwangsom in art. 5:31d Awb (zie par. 6.8.3). De aanwijzing is wel gekenschetst als een last zonder dwangsom (Van Buuren e.a., 2011, p. 31). Andersom is de last onder dwangsom wel gekenschetst als een aanwijzing met dwangsom (Rb Rotterdam 15 september 2010, JOR 2010/311, m.nt. Nuyten).

1171 Art. 5:2, lid 1, sub a, Awb definieert een bestuurlijke sanctie als: “een door een bestuursorgaan wegens een overtreding opgelegde verplichting of onthouden aanspraak”. Een herstelsanctie strekt tot het ongedaan maken of beëindigen van een overtreding, voorkomen van herhaling of het beperken van de gevolgen van een overtreding (art. 5:2, lid 1, sub b, Awb). Evenzo: Van Angeren 2013, p. 199 en Rogier 2006, p. 45.

1172 Art. 171, lid 1, Pw. Zie ook art. 1:75 Wft.

1173 Met Rb Rotterdam 20 augustus 2007, JOR 2007/246, m.nt. Grundmann-van de Krol en m.nt. Jong) meen ik dat een verplichting tot onmiddellijke uitvoering zich moeilijk laat rijmen met een “redelijke termijn”, zelfs wanneer de aanwijzing slechts strekt tot het naleven van de wet door de overtreding per direct te staken. Ter uitvoering van de aanwijzing moet de onderneming immers acties ondernemen.

moet de punten bevatten waarop die gedragslijn ziet.<sup>1174</sup> Niettegenstaande de term “gedragslijn”, mag de aanwijzing ook een concrete individuele instructie inhouden.<sup>1175</sup> In de praktijk gebeurt dat ook. Zo gaf DNB in het verleden een zestal beleggingsinstellingen een aanwijzing zich niet langer te laten besturen door hun (gezamenlijke) beheerder.<sup>1176</sup> Een pensioenfonds ontving een aanwijzing om het aandeel van de beleggingsportefeuille dat in goud werd belegd af te bouwen van 13% naar een percentage tussen 1 en 3.<sup>1177</sup> Overigens werd in beide gevallen de aanwijzing onrechtmatig geacht wegens een gebrekkige motivering.<sup>1178</sup> Beide zaken onderstrepen wel de principiële bevoegdheid van de toezichhouder om zulke concrete instructies te geven. Is de aanwijzing niet zó concreet, dan moet hij toch voldoende duidelijk zijn omschreven.<sup>1179</sup> Het moet voor het pensioenfonds duidelijk zijn wat het moet doen of laten om aan de aanwijzing te voldoen en daarmee te voorkomen dat de toezichhouder sancties oplegt.<sup>1180</sup>

#### 6.8.2.2 Niet-naleving van de aanwijzing

Een aanwijzing wordt veelal gegeven in reactie op een overtreding, soms ook bij dreiging van een overtreding.<sup>1181</sup> Een aanwijzing strekt ook tot het opleggen van een verplichting: de te volgen gedragslijn. Een aanwijzing voldoet dus aan alle criteria om als bestuurlijke sanctie te gelden.<sup>1182</sup> Het heeft veelal het karakter van een herstelsanctie, gelijk de last onder dwangsom. Toch is een aanwijzing uitdrukkelijk geen sanctie.<sup>1183</sup> De wetgever ziet de aanwijzing (of zelfstandige last) als een instrument waarmee

1174 Art. 171, lid 1, Pw. Evenzo in art. 1:75, lid 1, Wft.

1175 Een aanwijzing mag bijvoorbeeld ingrijpen in de samenstelling van het bestuur of ertoe strekken dat bepaalde activiteiten worden gestaakt (Kamerstukken II, 2003-2004, 29708, nr. 3, p. 42).

1176 Rb Rotterdam 19 mei 2004, ECLI:NL:RBROT:2004:AP4624 (VPV). De aanwijzing gold voor de duur dat de bestuurders van de beheerder niet waren teruggetreden. De reden voor het geven van de aanwijzing lag in een negatief betrouwbaarheidsoordeel van DNB over deze bestuurders.

1177 Rb Rotterdam 15 maart 2012, JOR 2012/153, m.nt. Affourtit (Vereenigde glasfabrieken). Zie ook: Maatman & Van der Graaf 2012.

1178 Voor de VPV-zaak: CBb 27 september 2005, JOR 2006/11, m.nt. Somsen. Voor de zaak Vereenigde Glasfabrieken: CBb 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman en Maatman & Van der Graaf 2013a.

1179 Zie ook Jansen 2013, p. 182-183.

1180 De ratio hiervan ligt in het rechtszekerheidsbeginsel. Zie Van Buuren e.a. 2011, p. 48-50, 59-61.

1181 Bijv. art. 171, lid 2, Pw (en art. 1:75, lid 2, Wft).

1182 Zie par. 6.7.3.

1183 Art. 5:2, lid 4, Awb. Toch staat dit ook de wetgever niet altijd helder voor ogen. Zo noemde hij bij de behandeling van art. 1:75, lid 3, Wft, de aanwijzing “een reparatoire sanctie” (Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 41, p. 62).

de toezichthouder voor de rechtspersoon kan concretiseren welke verplichtingen voor hem voortvloeien uit een overtreden norm. De aanwijzing is bovendien een zelfstandige last. Die “zelfstandigheid” houdt in dat er geen stok achter de deur aan is verbonden, zoals bij de last onder dwangsom. DNB en de AFM kunnen dus geen last onder dwangsom of bestuurlijke boete opleggen voor het enkele niet-naleven van de gegeven aanwijzing.

Toch is de naleving van de aanwijzing geenszins vrijblijvend. De term “zelfstandige last” is zelfs wat misleidend. De niet-naleving ervan geeft de toezichthouder de bevoegdheid om een stille curator te benoemen.<sup>1184</sup> Men kan daarom spreken van een last onder stille curatele. Bovendien kan de niet-naleving leiden tot strafvervolgung wegens het niet-voldoen aan een bevoegd gegeven ambtelijk bevel.<sup>1185</sup> De Pensioenwet voorziet ook in een eigen strafbaarstelling met bedreiging van een strafrechtelijke boete uit de vierde categorie.<sup>1186</sup>

Meestal wordt de soep niet zo heet gegeten; het proportionaliteitsbeginsel staat daaraan in de weg.<sup>1187</sup> Duurt na de aanwijzing de onderliggende overtreding voort, dan kan de toezichthouder bovendien een sanctie opleggen voor die onderliggende overtreding.<sup>1188</sup> Hij kan bijvoorbeeld een last onder dwangsom opleggen. Omdat de aanwijzing geen sanctie is, staan cumulatie en het “ne bis in idem”-beginsel daar niet aan in de weg.<sup>1189</sup>

De niet-naleving van een aanwijzing vormt ook een toezichtsantecedent en kan daarom nog een rol spelen bij de (her)toetsing van de betrouwbaarheid van een (mede)beleidsbepaler.<sup>1190</sup> Met het oog op de bescherming van de belangen van de begunstigen kan de toezichthouder het geven van de aanwijzing en de inhoud ervan bovendien openbaar maken.<sup>1191</sup>

---

1184 Art. 172, lid 2, sub a en lid 3, Pw (art. 1:76, lid 2, sub a en lid 3, Wft).

1185 Art. 184 Sr. Zie ook par. 6.5.3.4.

1186 Die mogelijkheid bestaat alleen bij niet-naleving van een aanwijzing die is gegeven na een overtreding. Ze bestaat niet wanneer een aanwijzing is gegeven wegens dreigende tekenen voor de financiële situatie van de onderneming. Zie art. 215, lid 1 jo. art. 171, lid 1, Pw. De Wft bevat geen vergelijkbare strafbepaling.

1187 Art. 3:4, lid 2, Awb.

1188 Kamerstukken II, 2003-2004, 29702, nr. 3, p. 85. Zie ook: Rogier 2006, p. 58.

1189 Zie par. 6.7.3.

1190 Art. 4, Bijlage bij het Bupw; art. 4 Bijlage A bij het Bpr en art. 4, Bijlage C bij het Bgfo.

1191 Art. 188, lid 1, sub b, Pw. Overigens moet het fonds, wanneer het in het afgelopen jaar een aanwijzing heeft gekregen, daar in zijn jaarverslag melding van maken (art. 96, sub b, Pw).

### 6.8.2.3 Derdenwerking van de aanwijzing

In de Wft is bepaald dat een aanwijzing niet strekt tot aantasting van overeenkomsten met derden.<sup>1192</sup> Deze bepaling doet sterk denken aan de bepaling dat een rechtshandeling in strijd met de Wft niet uit dien hoofde aantastbaar is.<sup>1193</sup> Met die laatste bepaling is beoogd de rechtszekerheid te dienen. De bepaling dat een aanwijzing niet strekt tot aantasting van overeenkomsten met derden dient datzelfde doel.<sup>1194</sup> De ratio ligt, meen ik, hierin dat als een wettelijke bepaling zelf al niet strekt tot aantasting van een met die bepaling strijdige overeenkomst, dit dan ook niet bereikt kan worden door een aanwijzing van de toezichthouder. Uit dit systeem van de wet volgt logischerwijs dat hetzelfde geldt voor de last onder dwangsom.<sup>1195</sup>

Wordt echter deze bepaling over de derdenwerking onverkort gevolgd, dan belemmert dat ernstig de handhaving van de Wft. De toezichthouder kan dan niet met herstelsancties optreden wanneer een overeenkomst is gesloten die in strijd is met de Wft. De overtreding ligt er bijvoorbeeld in dat is uitbesteed in strijd met een uitbestedingsverbod of dat een of meer van de wettelijk voorgeschreven bedingen ontbreekt. Weliswaar kan de toezichthouder dan nog een bestuurlijke boete opleggen. De overtreding duurt echter voort, omdat de illegale (bepaling in de) overeenkomst in stand blijft.

De “niet-aantastbaarheidsbepaling” in de Wft strekt er weliswaar toe de rechtszekerheid te dienen, door te verzekeren dat een met de Wft strijdige rechtshandeling intact blijft. Die ratio staat er niet aan in de weg dat een rechtshandeling *naar de toekomst* wél aantastbaar is. In die zin legt

---

De oplegging van een aanwijzing is op zichzelf geen publiceerbaar feit onder de Wft, tenzij het om de overtreding van een verbodsbepaling gaat (art. 1:94 Wft). De oplegging van een boete of een last onder dwangsom is wel publiceerbaar (art. 1:97-1:100 Wft).

1192 Art. 1:75, lid 3, Wft. Zie ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 730-734.

1193 Art. 1:23 Wft. Zie par. 4.5.1. Ook het CBb legt die relatie. Zie CBb 7 april 2011, JOR 2011/187, m.nt. Grundmann-van de Krol (Investerra), r.ov. 5.11. Zo ook bijvoorbeeld Jansen 2013, p. 183-185.

1194 De wetgever geeft als voorbeeld een uitgevende instelling die effecten heeft uitgegeven zonder dat daarvoor een goedgekeurd prospectus beschikbaar is gesteld. De toezichthouder kan de uitgevende instelling dan geen aanwijzing geven om aan kopers van die effecten te bieden hun koopovereenkomst te heroverwegen (Kamerstukken II, 2005-2006, 29708, nr. 41, p. 62-63). De wetgever sluit hiermee aan bij op dat moment bestaande jurisprudentie en verwijst daarvoor naar Rb Rotterdam 5 april 2005, JOR 2005/126 en 28 januari 2005, JOR 2005/68.

1195 In gelijke zin: Rb Rotterdam 15 september 2010, JOR 2010/311, m.nt. Nuyten. Anders: Jansen 2013, p. 185. Zie ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 734.

het CBb de derdenwerking van aanwijzingen uit. Volgens het CBb mag een aanwijzing weliswaar niet *met terugwerkende kracht* ingrijpen in reeds gesloten overeenkomsten. Ze mag er wel op zijn gericht een overtreding *voor de toekomst* te beëindigen, bijvoorbeeld door te bepalen dat een overeenkomst wordt beëindigd.<sup>1196</sup> Dat laatste is uit zijn aard op de toekomst gericht. In deze lijn past dat de toezichthouder ook een aanwijzing tot *wijziging* van de overeenkomst kan geven. De inhoud van de aanwijzing kan meebrengen dat de overtreder tekortschiet in de nakoming van zijn contractuele verplichtingen. Dat doet niet af aan de bevoegdheid van de toezichthouder tot het geven van die aanwijzing.<sup>1197</sup>

In de Pensioenwet is geen overeenkomstige bepaling tot beperking van de aanwijzingsbevoegdheid van de toezichthouder opgenomen. Bij het opstellen van de Pensioenwet is evenwel bedoeld om zoveel als mogelijk aan te sluiten bij de Wft.<sup>1198</sup> Het ligt daarom voor de hand om deze beperking van de aanwijzingsbevoegdheid onder de Pensioenwet van overeenkomstige toepassing te achten.<sup>1199</sup> Het ontbreken van een wettelijke grondslag vormt daarvoor naar mijn mening geen probleem. Het rechtszekerheidsbeginsel geldt niet enkel in relatie tot de Wft. Een aanwijzing die ertoe strekt met terugwerkende kracht een overeenkomst van een pensioenfonds aan te tasten, is evenzeer in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel en waarschijnlijk ook het evenredigheidsbeginsel.<sup>1200</sup>

### 6.8.3 De last onder dwangsom

De toezichthouder kan een last onder dwangsom opleggen voor elke overtreding van een bij of krachtens de Pensioenwet gestelde norm en voor overtreding van de medewerkingsplicht.<sup>1201</sup> De dwangsombevoegdheid bestaat dus ook bij overtreding van de uitbestedingsregels en van de prudent person-regel.

---

1196 Zie CBb 7 april 2011, JOR 2011/187, m.nt. Grundmann-van de Krol (Investerra) en CBb 15 juli 2013, JOR 2013/307 (GVSN).

1197 Zie wederom CBb 7 april 2011, JOR 2011/187, m.nt. Grundmann-van de Krol (Investerra) en CBb 15 juli 2013, JOR 2013/307 (GVSN). Het CBb oordeelde nog anders in CBb 28 augustus 2007, JOR 2007/274, m.nt. De Groot (KFS).

1198 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 9.

1199 In par. 4.5.1.2 betoogde ik al dat ook art. 1:23 Wft, dat bepaalt dat rechtshandeling in strijd met de Wft niet uit dien hoofde aantastbaar is, analoog van toepassing is op ten minste de prudent person-regel en de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels.

1200 In die zin ook Jansen 2013, p. 185.

1201 Art. 175, lid 1, Pw. Het is opmerkelijk dat onder de Wft een last onder dwangsom



### 6.8.3.1 Duiding van de last onder dwangsom

De last onder dwangsom is een herstelsanctie.<sup>1202</sup> Ze is een bevel aan de overtreder tot geheel of gedeeltelijk herstel van de overtreding, op verbeurte van een dwangsom.<sup>1203</sup> Behalve tot herstel, kan ze ook strekken tot voorkoming van herhaling.<sup>1204</sup> Bij een dreigende overtreding kan ze ook preventief worden opgelegd.<sup>1205</sup> Van de toezichthouder kan immers niet worden verwacht dat hij “lijdzzaam toeziet totdat de overtreding is gepleegd”.<sup>1206</sup>

De opgelegde last omschrijft de te nemen herstelmaatregelen.<sup>1207</sup> De omschrijving moet voldoende duidelijk zijn dat de belanghebbende niet in het duister behoeft te tasten omtrent hetgeen hij moet doen of nalaten om te voorkomen dat dwangsommen worden verbeurd.<sup>1208</sup>

De toezichthouder stelt de overtreder een termijn. De overtreder verbeurt geen dwangsom, indien hij binnen deze termijn aan de last voldoet.<sup>1209</sup> De begunstigingstermijn moet zo kort mogelijk zijn, maar wel lang genoeg om de last te kunnen uitvoeren.<sup>1210</sup> Als de last ertoe strekt herhaling te voorkomen, hoeft in beginsel geen termijn gegund te worden.<sup>1211</sup> Een termijn is ook niet nodig bij een geheel preventieve last onder dwangsom.<sup>1212</sup>

---

slechts kan worden opgelegd bij overtreding van specifieke voorschriften (art. 1:79 Wft). Daartoe behoren wel onder meer de uitbestedingsregels, de verplichting om een beheerste en integere bedrijfsvoering te waarborgen en de medewerkingsplicht (zie bijlage bij art. 1:79 Wft).

1202 De last onder dwangsom is ook geen bestraffende sanctie in de zin van art. 6 EVRM, aldus bijv. CBb 4 september 2003, AB 2004, 14 m.nt. Van der Vlies en ABRvS d.d. 19 september 1996, AB 1997, 91 m.nt. Van Buuren.

1203 Art. 5:31d Awb. Geheel herstel is daarbij het uitgangspunt, maar onder omstandigheden kan een gedeeltelijk herstel gerechtvaardigd zijn. Zie ABRvS 21 september 2009, AB 2009, 347, m.nt. Michiels. Zie ook Van Angeren 2013, p. 202.

1204 Zie art. 5:32a, lid 2, Awb.

1205 Art. 5:7 Awb.

1206 Kamerstukken II, 2003-2004, 39702, nr. 3, p. 89. Zie ook ABRvS 24 februari 1995, AB 1995, 527; CBb 9 november 2011, AB 2012, 46, m.nt. Vermeer en CBb 17 april 2009, AB 2009, 227, m.nt. Michiels.

1207 Art. 5:32a, lid 1, Awb.

1208 Zie bijv. ABRvS 27 augustus 2014, ECLI:NL:RVS:2014:3224 en ABRvS 10 augustus 2011, NJB 2011/1716. Zie over lasten die in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel te onbepaald zijn ook CBb 30 september 2010, ECLI:NL:CBB:2010:BO4072 en CBb 22 maart 2011, JB 2011/126.

1209 Art. 5:32a, lid 2, Awb.

1210 Kamerstukken II, 1993-1994, 23700, nr. 3, p. 163.

1211 Zie bijv. ABRvS 19 januari 2011, JB 2011, 57 en ABRvS 24 oktober 2001, AB 2002, 147.

1212 Dat blijkt ook uit art. 5:32a, lid 2, Awb. Zie ook Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, nr. 10.21. Anders overigens: Van Buuren e.a. (2011), p. 64.

### 6.8.3.2 Niet-naleving van de last onder dwangsom

Door de niet- of de niet tijdige naleving van de last onder dwangsom verbeurt de overtreder automatisch de dwangsom. De dwangsom is de stok achter de deur om de overtreder tot naleving te bewegen. De hoogte van de dwangsom moet in redelijke verhouding staan tot de zwaarte van het geschonden belang en de beoogde werking van de dwangsom.<sup>1213</sup> Zij moet natuurlijk wel hoog genoeg zijn om effectief te zijn.<sup>1214</sup>

Blijkt de dwangsom niet effectief te zijn, dan kan de toezichthouder een nieuwe last onder dwangsom opleggen, met hogere bedragen. De nieuwe dwangsom kan pas worden opgelegd, wanneer de vorige niet meer van kracht is.<sup>1215</sup> Dat is het geval wanneer de dwangsom uit de vorige last is verbeurd.<sup>1216</sup>

De niet-naleving van een last onder dwangsom kan de overtreder ook komen te staan op een strafrechtelijke vervolging wegens het niet voldoen aan een ambtelijk bevel.<sup>1217</sup> In de Pensioenwet is bovendien voorzien in een strafrechtelijke boete uit de tweede categorie.<sup>1218</sup> Met het oog op de bescherming van de belangen van de begunstigden kan de toezichthouder het geven van de last onder dwangsom openbaar maken.<sup>1219</sup>

### 6.8.3.3 Derdenwerking van de last onder dwangsom

Een op grond van de Wft gegeven *aanwijzing* mag er niet toe strekken overeenkomsten van derden (met terugwerkende kracht) aan te tasten. Deze bepaling houdt verband met de bepaling dat een overeenkomst die in strijd is met bepalingen uit de Wft, niet uit dien hoofde aantastbaar is. Voor de Pensioenwet is dit niet gecodificeerd, maar ik heb betoogd dat dit naar analogie geldt. De ratio van de bepaling die derdenwerking aan een aanwijzing onthoudt, ligt in het rechtszekerheidsbeginsel. Als de wet zelf al niet strekt tot aantasting van een daarmee strijdige overeenkomst, dan kan ook de toezichthouder dit niet bereiken door het geven van een

---

1213 Art. 5:32b, lid 3, Awb.

1214 Zie ook Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, nr. 10.21.

1215 Art. 5:6 Awb.

1216 Zie bijv. ABRvS 19 februari 2003, AB 2003, 140.

1217 Art. 184 Sr.

1218 Zie art. 215, lid 1 jo. art. 171, lid 1, Pw. De Wft bevat geen vergelijkbare strafbepaling.

1219 Art. 188, lid 1, sub c, Pw. (Een vergelijkbare regeling treft men in art. 1:99-1:100 Wft aan). Overigens moet het fonds, wanneer het in het afgelopen jaar een last onder dwangsom heeft gekregen, daar in zijn jaarverslag melding van maken (art. 96, sub a, Pw).

aanwijzing.<sup>1220</sup> Diezelfde redenering geldt ook voor de last onder dwangsom. Ook een op grond van de Pensioenwet of de Wft gegeven last onder dwangsom komt geen derdenwerking (met terugwerkende kracht) toe.<sup>1221</sup>

Een last onder dwangsom kan, om dezelfde redenen als de aanwijzing, wel derdenwerking *naar de toekomst* hebben. Met een last onder dwangsom kan de toezichthouder een overtreder verplichten tot wijziging of tot beëindiging van de overeenkomst. Een last kan ook een inhoud hebben die de overtreder noopt om wanprestatie te plegen door aan de last uitvoering te geven.<sup>1222</sup>

#### 6.8.4 De bestuurlijke boete

Voor overtreding van de prudent person-regel, de uitbestedingsregels of de medewerkingsplicht uit de Awb, kan de toezichthouder een bestuurlijke boete opleggen.<sup>1223</sup>

##### 6.8.4.1 Duiding van de bestuurlijke boete

De bestuurlijke boete is een bestraffende sanctie.<sup>1224</sup> Ze is niet gericht op herstel van de overtreding,<sup>1225</sup> maar op leedtoevoeging.

Voor de oplegging van een bestuurlijke boete is verwijtbaarheid vereist. Ze wordt daarom niet opgelegd als er sprake is van een rechtvaardigingsgrond of wanneer de overtreding niet aan de overtreder kan worden verweten.<sup>1226</sup> Is de *boeteling* een natuurlijk persoon, bijvoorbeeld een dagelijksbeleidsbepaler, dan wordt ook geen boete opgelegd wanneer hij inmiddels is overleden.<sup>1227</sup> De bestuurlijke boete kan niet worden opgelegd als de overtreder voor dezelfde gedraging reeds is of wordt gestraft.<sup>1228</sup> Een overtreding die met een bestuurlijke boete bestraft kan worden, kan tegelijkertijd ook strafrechtelijk vervolgbaar zijn. Een strafvervolgning heeft “voorrang” boven beboeting door de financiële toezichthouder, zodat ook dan geen bestuurlijke boete kan worden opgelegd.<sup>1229</sup>

1220 Par. 6.8.2.3.

1221 Evenzo Rb Rotterdam 15 september 2010, JOR 2010/311, m.nt. Nuyten. Zie ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 734.

1222 Zie par. 6.8.2.3.

1223 Art. 176, lid 1, Pw. Voor financiële ondernemingen: zie de bijlage bij art. 1:80 Wft.

1224 Zo is ook uitdrukkelijk bepaald in art. 5:40, lid 1, Awb.

1225 Ze kan wel met een herstelsanctie worden gecombineerd. Zie par. 6.7.3.

1226 Art. 5:5 Awb (rechtvaardigingsgrond) en art. 5:41 Awb (geen verwijtbaarheidsgrond).

1227 Art. 5:42 Awb.

1228 Art. 5:43 en 5:44 Awb.

1229 Art. 5:44 en 5:47 Awb.

Tot slot vervalt de bevoegdheid tot het opleggen van een boete 5 jaar nadat de overtreding plaatsvond.<sup>1230</sup>

#### 6.8.4.2 Het boetestelsel

Afhankelijk van de geschonden norm valt de overtreding in één van drie boetecategorieën. Het basisbedrag van de boete bedraagt in de eerste categorie 10.000 euro, in de tweede categorie 500.000 euro en in de derde categorie is het basisbedrag 2.000.000 euro.<sup>1231</sup>

De boete wordt verdubbeld wanneer sprake is van recidive binnen 5 jaar.<sup>1232</sup> De toezichthouder kan de hoogte van de boete met 50% verhogen of verlagen wanneer de ernst of duur van de overtreding dat rechtvaardigt.<sup>1233</sup> Daarbovenop kan ook de verwijtbaarheid van de overtreder een verhoging of verlaging van 50% rechtvaardigen.<sup>1234</sup> De draagkracht van de overtreder kan reden zijn om de boete te verlagen, eventueel tot nihil.<sup>1235</sup>

Bij het vaststellen van een boete *voor pensioenuitvoerders* houdt de toezichthouder ook rekening met de schade die de boeteoplegging aan derden toebrengt. Die verlaging bedraagt maximaal 75% van de boete.<sup>1236</sup> De ratio achter deze verlaginggrond is dat de boete in haar geheel ten laste komt van de inleg van de begunstigden van het pensioenfonds.<sup>1237</sup> Het dilemma is dat handhaving door middel van een bestuurlijke boete weliswaar ten koste gaat van de belangen van de begunstigden, maar pensioenfondsen straffeloos hun gang laten gaan eveneens ten koste kan gaan van hun belangen.

Los van de hierboven genoemde boetecategorieën met de bijbehorende basisbedragen en aanpassingsmechanismen, is er nog een buitencategorie. Indien het door de overtreding genoten voordeel 2.000.000 euro of meer bedraagt, kan de boete op ten hoogste tweemaal dat genoten voordeel worden gesteld.<sup>1238</sup>

---

1230 Art. 5:45, lid 1, Awb. De verjaringstermijn hangt af van de hoogte van de boete die kan worden opgelegd. Kan de hoogte méér dan 340 euro bedragen, dan is de termijn 5 jaren; in het andere geval is ze 3 jaren (art. 5:53, lid 1, Awb). In het financiële recht wordt dat drempelbedrag altijd gehaald: het basisbedrag in de lichtste boetecategorie bedraagt al 10.000 euro.

1231 Art. 179, lid 2, Pw (art. 1:81, lid 2, Wft).

1232 Art. 179, lid 1, Pw jo. art. 49 Bupw (art. 1:81, lid 1, Wft jo. art. 3 Bbbfs).

1233 Art. 48, lid 2, Bupw (art. 2, lid 2, Bbbfs).

1234 Art. 48, lid 2, Bupw (art. 2, lid 2, Bbbfs).

1235 Art. 50 Bupw (art. 4 Bbbfs).

1236 Art. 51 Bupw.

1237 Stb. 2009, 329, p. 29.

1238 Art. 179, lid 3, Pw (art. 1:81, lid 3, Wft).

### 6.8.4.3 Onevenredige boetes

In het commune strafrecht zijn maximumstraffen opgenomen. De strafrechter kan naar eigen bevind van zaken een straf opleggen die lager is dan het strafmaximum. Hij kan strafoplegging ook achterwege laten.<sup>1239</sup> Het financiële recht kent daarentegen een prescriptief boetestelsel, zoals hierboven beschreven. De basishoogte van de boete is voorgeschreven, net als de verhoging bij recidive binnen 5 jaar. De bevoegdheid van de toezichthouder om andere aanpassingen van de hoogte toe te passen, is aan banden gelegd.

Anders dan men zou verwachten leidt dit prescriptieve systeem toch tot willekeurigheid. De oorzaak daarvan is drieërlei: 1) de indeling van overtredingen in de verschillende boetecategorieën is willekeurig, 2) sommige overtredingen zijn niet zelfstandig beboetbaar in de ene, maar wel in de andere sector en 3) de uitbestedingsregels in de diverse sectoren zijn in verschillende maten van detail uitgewerkt.

Overtreedt een pensioenfonds de eis over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken, dan valt dat in boetecategorie 1.<sup>1240</sup> Overtreedt een financiële onderneming dat voorschrift, dan valt dat in boetecategorie 2.<sup>1241</sup> Ik zie niet goed in waarom de laatste vijftigmaal zwaarder beboet moet worden.<sup>1242</sup>

Leidt de uitbesteding door een DNB-vergunde onderneming tot belemmering van het toezicht, dan levert dat een boete uit de tweede categorie op. Gebeurt ditzelfde bij een AFM-vergunde onderneming dan valt de overtreding in de derde categorie en is de boete viermaal hoger.<sup>1243</sup> Ook voor dit verschil zie ik geen rechtvaardiging. Dat zie ik temeer niet,

---

1239 Art. 9a Sr.

1240 Art. 51a, lid 1, Bupw (m.b.t. art. 143 Pw).

1241 Art. 10 Bbbfs (m.b.t. art. 3:17, 4:14 en 4:15 Wft).

1242 Men kan betogen dat pensioenfondsen dat een bestuurlijke boete aan een pensioenfonds (uiteindelijk) ten laste komt van de begunstigden en dat het daarom gerechtvaardigd is dat een overtreding door een pensioenfondsen in een lichtere boetecategorie valt. Daar is echter de matigingsbevoegdheid van art. 51 Bupw voor bedoeld: de toezichthouder moet bij de oplegging van een bestuurlijke boete aan een pensioenfonds rekening houden met de schade die daardoor voor derden ontstaat. Deze matigingsbevoegdheid bestaat niet wanneer een toezichthouder een bestuurlijke boete aan een financiële onderneming oplegt.

1243 Art. 10 Bbbfs (m.b.t. art. 17, lid 1, Bpr en art. 37 Bgfo).

omdat een bankbeleggingsonderneming voor dezelfde overtreding dus lager wordt beboet dan een zuivere beleggingsonderneming.<sup>1244</sup>

Eenzelfde ongerijmdheid doet zich voor bij overtreding van de eis van schriftelijkheid van de uitbestedingsovereenkomst. Overtreding daarvan door een zuivere beleggingsonderneming valt in de tweede boetecategorie. Dezelfde overtreding wordt bij DNB-vergunde instellingen, zoals een bankbeleggingsonderneming, gestraft met een boete in de eerste categorie.<sup>1245</sup>

De uitbestedingsbepalingen in het Bupw zijn niet zelfstandig beboetbaar. De toezichthouder moet voor een boete-oplegging teruggrijpen op de grondslag in de Pensioenwet.<sup>1246</sup> De uitbestedingsbepalingen in het Bpr en het Bgfo zijn daarentegen wél zelfstandig beboetbaar. Een pensioenfonds dat bij de voorbereiding van de uitbesteding onzorgvuldig te werk gaat, een ongeschikte dienstverlener selecteert en daarmee een overeenkomst sluit zonder de mogelijkheid voor zijn toezichthouder tot een onderzoek ter plaatse van de dienstverlener, kan daardoor slechts met één boete uit de tweede categorie kan worden gestraft.<sup>1247</sup> Een (pensioen) verzekeraar kan voor dezelfde gedragingen met twee boetes uit die categorie worden gestraft.<sup>1248</sup>

Evenzo zijn de in het Bgfo opgenomen uitbestedingsvoorschriften voor premiepensioeninstellingen niet zelfstandig beboetbaar. Overtreding van de identieke voorschriften voor icbe-beheerders zijn daarentegen wel zelfstandig beboetbaar.

De mate waarin de uitbestedingsregels per financiële sector zijn uitgewerkt, is tamelijk willekeurig.<sup>1249</sup> Hoe gedetailleerder de uitwerking, hoe

---

1244 Een bankbeleggingsonderneming is een beleggingsonderneming die actief is op basis van een (door DNB verleende) bankvergunning. Zie ook Joosen 2009, p. 502-504 voor een kritische beschouwing over het verschil in regimes voor zuivere en bankbeleggingsondernemingen.

1245 Art. 10 Bbbfs (m.b.t. art. 31, lid 1, Bgfo en art. 38e, lid 1, Bgfo).

1246 Art. 34 Pw. Eventueel kan de toezichthouder ook teruggrijpen op de eis inzake een beheerste en integere bedrijfsvoering (art. 143 Pw).

1247 Het gaat dan om overtreding van art. 13 en 14 Bupw. De boete wordt evenwel opgelegd voor overtreding van art. 34 Pw.

1248 Zie art. 5:8 Awb: "Indien twee of meer voorschriften zijn overtreden, kan voor de overtreding van elk afzonderlijk voorschrift een bestuurlijke boete worden opgelegd". In dit geval gaat het om overtreding van art. 29 en art. 31, lid 2, sub d, Bpr.

1249 Hier moet ik toegeven dat de Europese regelgever op dit punt een sterke bijdrage levert aan de willekeurige mate van detaillering. De verschillende maten van uitwerking kwamen echter reeds in de oude toezichthouderregels voor.

meer overtredingen mogelijk zijn. Voor elke overtreding kan een afzonderlijke sanctie worden opgelegd.<sup>1250</sup> Dit leidt ertoe dat eenzelfde gedraging in verschillende financiële sectoren tot verschillende aantallen boetes kan leiden.

Zo pleegt een pensioenfonds dat alle wettelijke eisen aan de uitbestedingsovereenkomst negeert, negen overtredingen.<sup>1251</sup> Een DNB-vergunde onderneming pleegt er in hetzelfde geval zes;<sup>1252</sup> een zuivere beleggingsonderneming pleegt er twaalf.<sup>1253</sup> Aan de uitbestedingsovereenkomst van een financiële dienstverlener zijn geen eisen gesteld, zodat de toezichthouder hem “slechts” één boete kan opleggen.<sup>1254</sup> De evenredigheid lijkt mij ook hier ver te zoeken.

Ditzelfde probleem doet zich natuurlijk ook voor bij de oplegging van (het aantal) lasten onder dwangsom bij overtredingen. Het probleem is daar minder ernstig, omdat de overtreder het nog in eigen hand heeft om verbeurte van de dwangsom te voorkomen.

Weliswaar moet de toezichthouder de boete verlagen indien de overtreder aannemelijk maakt dat de boete wegens bijzondere omstandigheden te hoog is.<sup>1255</sup> Deze hardheidsclausule dient ervoor te zorgen dat ook wanneer de hoogte van de boete in de wet is vastgelegd, de werkelijk opgelegde boete toch aan de eis van evenredigheid voldoet. De wetgever bedoelde deze uitzondering nadrukkelijk enkel voor toepassing in “een buitengewoon, individueel geval”. Bovendien zou de bewijslast van de onevenredigheid bij de beboete persoon liggen.<sup>1256</sup> In de rechtspraak gaat men er (terecht) vanuit dat de rechter steeds de hoogte van de boete moet toetsen aan de eis van evenredigheid.<sup>1257</sup> Die eis volgt uit het recht op een eerlijk proces.<sup>1258</sup>

1250 Art. 5:8 Awb.

1251 Zie art. 13 Bupw.

1252 Zie art. 31 Bpr.

1253 Zie art. 38e Bgfo.

1254 Het gaat dan om een boete voor overtreding van art. 4:16, lid 3, Wft.

1255 Art. 5:46, lid 3, Awb.

1256 Kamerstukken II, 1997-1998, 25821, nr. 3, p. 8-9.

1257 Zie bijv. CBb 29 april 2004, JOR 2004/173, m.nt. Grundmann-van de Krol, AB 2004/317, m.nt. De Groot; CBb 1 april 2008, PJ 2008, 42, AB 2010, 142, m.nt. Jansen (gebruik naam PGGM) en CBb 1 september 2011, AB 2011/310, m.nt. Jansen (onvergund trustkantoor). Zie ook Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014, nr. 10.13 op p. 457-458 en Schlössels & Stroink 2010, p. 241-242. De verplichting om de evenredigheid te toetsen, volgt uit art. 6 EVRM. Zie EHRM 23 juni 1981, NJ 1982/602 (Le Compte, Van Leuven en De Meyere); EHRM 10 februari 1983, NJ 1987/315 (Albert en Le Compte); en EHRM 27 september 2011, AB 2012/9 (Menarini). Uit deze rechtspraak volgt niet dat de rechter vol moet toetsen.

1258 Art. 6 EVRM.

Toch betwijfel ik of boetes in de financiële sector steeds aan de evenredigheidstoets voldoen. Er valt heel wat recht te trekken wanneer de basisboete voor eenzelfde overtreding een factor vier of zelfs een factor vijftig uiteen loopt. Zou de toezichthouder structureel in de gaten houden of zijn boetes en die van zijn collega-toezichthouder onderling steeds vergelijkbaar zijn, ongeacht het (willekeurige) wettelijke basisbedrag? En zou hij daarbij ook rekening houden met het verschil in aantal boetes dat ondernemingen in verschillende sectoren voor dezelfde gedraging kan worden opgelegd? Ik vermoed van niet, ook omdat het handhavingsbeleid van de AFM en DNB hier niets over vermeldt. Het verdient aanbeveling dat DNB en de AFM op dit punt beleid ontwikkelen.

#### 6.8.4.4 De boete vanwege schending van de zorgplicht bij uitbesteden

De uitbesteder draagt zorg voor de naleving van wettelijke voorschriften door zijn dienstverlener.<sup>1259</sup> Deze bepaling wordt zo uitgelegd dat de uitbesteder verplicht is tot bijvoorbeeld een zorgvuldige voorbereiding van de uitbesteding, een deugdelijk selectieproces en tijdig ingrijpen als iets mis dreigt te gaan.<sup>1260</sup> Nalatigheid hierin leidt tot een boete uit de tweede categorie.<sup>1261</sup>

Deze bepaling vormt óók de grondslag om een fout van de dienstverlener toe te rekenen aan de uitbesteder. Dat maakt het pensioenfonds beboetbaar wanneer zijn vermogensbeheerder bijvoorbeeld de prudent person-regel schendt, als pleegde het fonds die overtreding zelf.<sup>1262</sup>

Overtreding van de prudent person-regel is beboetbaar in de eerste categorie.<sup>1263</sup> Een pensioenfonds kan daarom slechts een boete uit de eerste categorie ontvangen, wanneer zijn vermogensbeheerder de prudent person-regel schendt, *mits* het zelf niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen. Overtreedt de vermogensbeheerder de prudent person-regel, *omdat* het fonds onzorgvuldig is, dan kan het fonds twee boetes tegemoet zien: één voor het schenden van zijn zorgplicht en één voor de schending van de prudent person-regel.

---

1259 Art. 34, lid 1, Pw (art. 3:18, lid 1 en 4:16, lid 1, Wft).

1260 Zie hoofdstuk 5.

1261 Art. 51a Bupw (m.b.t. art. 34, lid 1, Pw).

1262 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 128-129.

1263 Art. 51a, lid 1, Bupw (m.b.t. art. 135 Pw i.p.v. art. 43 Pw).



### 6.8.5 De hertoetsing van beleidsbepalers

De beleidsbepalers<sup>1264</sup> van een pensioenfonds of een financiële onderneming moeten deskundig respectievelijk geschikt zijn en hun betrouwbaarheid moet buiten twijfel staan.<sup>1265</sup> Niet-naleving van de uitbestedingsregels of de prudent person-regel kunnen aanleiding vormen voor een herbeoordeling van de deskundigheid of geschiktheid en de betrouwbaarheid.<sup>1266</sup>

Ik breng in herinnering dat in de pensioenregelgeving van “deskundigheid” wordt gesproken, terwijl in de Wft de term “geschiktheid” wordt gebezigd, zonder dat een inhoudelijk verschil is bedoeld. Ik gebruik de termen in dit onderzoek daarom door elkaar.<sup>1267</sup> In deze paragraaf gebruik ik echter de term “geschiktheid”, omdat een bestuurder. Die term is passender voor een bestuurder die wel over voldoende relevante kennis beschikt, maar tekort schiet op vaardigheden of een professionele houding.

#### 6.8.5.1 De beoordeling van de geschiktheid en de betrouwbaarheid

De eisen aan de geschiktheid en de betrouwbaarheid van beleidsbepalers zijn nader uitgewerkt in het Bupw.<sup>1268</sup> De eisen aan de geschiktheid zijn nog verder uitgewerkt in de Beleidsregel geschiktheid.

Geschiktheid omvat kennis en ervaring ten aanzien van onder meer een beheerste en integere bedrijfsvoering, uitbesteding en vermogensbeheer.<sup>1269</sup> Betrouwbaarheid is minder goed uitgewerkt, maar de beoordeling ervan richt zich op de bepaling of het gedrag van de betrokkene in overeenstemming is met een integere invulling en uitoefening van de functie van de beleidsbepaler.<sup>1270</sup> Het onderscheid tussen geschiktheid

1264 Zie voetnoot 598 over het begrip beleidsbepaler.

1265 Art. 105, lid 3 en 5, Pw (art. 3:8 en 3:9 Wft en art. 4:9 en 4:10 Wft). Zie Busch & Van den Hurk 2014, p. 203-230 voor een behandeling van de geschiktheids- en betrouwbaarheidseisen aan beleidsbepalers van financiële ondernemingen.

1266 Zo werd in CBb 10 maart 2005, AB 2005, 317, m.nt. Van der Vlies (Dragon Trotters) een voorheen geschikt bevonden bestuurder hertoetst nadat hij medeverantwoordelijk bleek voor tekortkomingen in de beheerste en integere bedrijfsvoering (destijds “administratieve organisatie en interne controle” genoemd).

1267 Zie par. 1.7.10.

1268 Art. 29-35a Bupw. De eisen aan betrouwbaarheid zijn voor financiële ondernemingen nader uitgewerkt in art. 5-9 Bpr en art. 12-16 Bgfo.

1269 Art. 1.2, lid 2, sub c, d, e en g, Beleidsregel geschiktheid. Vermogensbeheer wordt niet als zodanig genoemd, maar valt te begrijpen onder het geschiktheidsterrein “financieel technische en actuariële aspecten, waaronder financiering, beleggingen, actuariële principes en herverzekering”.

1270 Zie de Toelichting op het Bgfo in Stb 2006, 520, p. 168.

en betrouwbaarheid is niet altijd even scherp. Opzettelijke of roekeloze overtredingen wijzen in de richting van een betrouwbaarheidsgebrek. Overtredingen die zonder opzet of roekeloosheid zijn gepleegd, wijzen eerder op een gebrek aan deskundigheid en daarmee op een geschiktheidsprobleem.<sup>1271</sup>

De individuele kennis en vaardigheden van de getoetste persoon worden beoordeeld in samenhang met de kennis en vaardigheden van de andere leden van het (mede)beleidsbepalende orgaan.<sup>1272</sup> De beoordeling ziet dus niet op een individu. Heeft niettemin het collectief onvoldoende deskundigheid ten aanzien van een bepaald onderwerp, dan wordt toch het individu ongeschikt geacht.

Iemands betrouwbaarheid hangt niet samen met de betrouwbaarheid van de andere leden van het orgaan. Het oordeel dat de betrouwbaarheid van een beleidsbepaler niet buiten twijfel staat, wordt daarom uitsluitend gebaseerd op de individuele gedragingen van de getoetste persoon.<sup>1273</sup>

#### 6.8.5.2 Gevolgen van een negatieve hertoetsing

Een negatief oordeel van de toezichthouder over iemands *betrouwbaarheid* betekent dat de getoetste persoon niet langer beleidsbepaler kan blijven. Ontdoet de onderneming zich niet uit eigen beweging van deze beleidsbepaler, dan kan de toezichthouder een aanwijzing daartoe geven.<sup>1274</sup>

Een negatief oordeel van de toezichthouder over iemands *geschiktheid* betekent niet noodzakelijk het einde van diens aanstelling als beleidsbepaler. Bij de geschiktheidstoetsing wordt immers naar het collectief gekeken. Ligt bijvoorbeeld het ongeschiktheidsoordeel in een hiaat in aanwezige deskundigheid, dan kan de onderneming er ook voor kiezen om extra beleidsbepalers aan te trekken om dat hiaat op te vullen.<sup>1275</sup>

---

1271 Stijnen 2013, p. 353; Palm-Steyerberg, 2010, p. 60.

1272 Art. 1.4 Beleidsregel geschiktheid. Zie ook Kamerstukken II, 2010-2011, 32786, nr. 3, p. 2.

1273 Zie ook art. 31 Bupw: "op basis van *diens* voornemens, handelingen en antecedenenten".

1274 Zie de zaak VPV (CBb 27 september 2005 JOR 2006/11 m.nt. Somsen en Rb Rotterdam 19 mei 2004, ECLI:NL:RBROT:2004:AP4624). De door DNB gegeven aanwijzing ging in hoger beroep overigens onderuit, maar dat doet niets af aan de illustratie.

1275 Is daarentegen de grond voor het ongeschiktheidsoordeel erin gelegen dat de beleidsbepaler onvoldoende beschikbaar is, dan helpt het aantrekken van extra beleidsbepalers natuurlijk niet. Zie ook 35a Bupw. Enkel het vrijmaken van tijd kan de carrière van deze persoon dan nog redden.

Een negatief oordeel kan meebrengen dat de onderneming niet beschikt over een beheerste en integere bedrijfsvoering.<sup>1276</sup> Dat is een nieuwe overtreding waarvoor de toezichthouder (herstel)sancties kan opleggen.

## **6.9 Handhavend optreden naar de dienstverlener**

Het toezicht richt zich bij uitbesteding op de uitbesteder. Het is echter de dienstverlener die de onder toezicht staande activiteiten uitvoert. Constateert de toezichthouder gebreken in de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden, dan kan hij zijn handhavende optreden (in beginsel) niet rechtstreeks tot de dienstverlener richten.

### *6.9.1 De aanwijzing en de last onder dwangsom met derdenwerking*

Het toezichtsrechtelijke uitgangspunt is dat de toezichthouder zijn handhavingsmaatregelen richt tot de uitbesteder. Hij kan de uitbesteder verplichten om in te grijpen in de uitbestedingsrelatie. Daartoe kan hij een aanwijzing geven of een last onder dwangsom opleggen. Zowel de aanwijzing als de last onder dwangsom komt een beperkte derdenwerking toe.<sup>1277</sup> De last of aanwijzing kan inhouden dat de uitbesteder een welomschreven instructie aan zijn dienstverlener geeft. Zij kan ook inhouden dat de uitbesteder de uitbestedingsovereenkomst geheel of gedeeltelijk beëindigt.<sup>1278</sup> Daaruit volgt dat de last ook kan inhouden dat de uitbestedingsovereenkomst wordt gewijzigd.<sup>1279</sup>

---

1276 Art. 143 Pw (art. 3:17 en 4:14 dan wel 4:15 Wft). Zie CBb 18 oktober 2011, JOR 2011/370 (WSM). Zie (weliswaar m.b.t. geldtransactiekantoren) ook CBb 25 februari 1997, AB 1997, 455 (Currency International Change) en CBb 20 april 2006, JOR 2006/157 (Interexchange). In elk van deze 3 zaken was in eerste instantie geoordeeld dat de gebreken met betrekking tot deskundigheid of betrouwbaarheid ook een tekortkoming in de beheerste en integere bedrijfsvoering inhield. In elk van die zaken kwam het CBb op processuele gronden overigens niet toe aan een inhoudelijke behandeling van het verweer van de bestuurder(s).

1277 Zie par. 6.8.2.3 en 6.8.3.3.

1278 De uitbesteder is verplicht voor zichzelf een aanwijzingsbevoegdheid te bedingen en de mogelijkheid om te allen tijde onder redelijke voorwaarden te kunnen opzeggen (zie par. 5.15.6 en 5.18.1).

1279 Bijvoorbeeld tot opneming van de wettelijk voorgeschreven bedingen ten gunste van de toezichthouder indien deze niet zijn opgenomen. Zie par. 6.6.2.

### 6.9.2 *Derdenbedingen ten gunste van de toezichthouder*

Een uitbesteder is verplicht om ten gunste van de toezichthouder enige derdenbedingen op te nemen. Deze bedingen stellen de toezichthouder in staat te controleren of de uitbestede werkzaamheden worden uitgevoerd conform de wet. De ratio ligt erin dat door de uitbesteding het toezicht niet wordt belemmerd.<sup>1280</sup>

De *handhaving* is niettemin wat omslachtig. Wenst de toezichthouder een ingrijpen in de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden, dan loopt dat altijd via een tussenschakel: de uitbesteder. Die tussenschakel kan talmen waardoor de geconstateerde overtreding doorloopt. Hij kan ook halfhartig zijn in de uitvoering van de gedragslijn die in een last of aanwijzing is voorgeschreven.

Men kan redeneren dat het daarom passend is om voor de toezichthouder een instructierecht te bedingen. De tussenschakel wordt immers uitgeschakeld, als de toezichthouder rechtstreeks aanwijzingen kan geven. Zou echter een uitbesteder een dergelijk instructierecht voor zijn toezichthouder bedingen, dan kan de toezichthouder daar naar mijn mening toch geen gebruik van maken. Door rechtstreeks instructies te geven aan de dienstverlener, neemt de toezichthouder het bestuur van de uitbesteder de touwtjes uit handen. Hij ontnemt dat bestuur daardoor zélf de mogelijkheid om “in control” over de uitbestede werkzaamheden te blijven. Het is niet aan de toezichthouder om op de stoel van het bestuur van de uitbestedende onderneming te gaan zitten. Hij moet het bestuur de ruimte laten om zelf invulling te geven aan zijn bestuurstaak.

### 6.9.3 *Grenzen aan handhaving via de dienstverlener*

Behalve de uitbesteder, kan ook de dienstverlener zelf een onder toezicht staande financiële onderneming zijn. Dat is het geval wanneer een pensioenfonds (delen van) het vermogensbeheer uitbesteedt. Is de dienstverlener een Nederlandse vermogensbeheerder, dan houden de Nederlandse toezichthouders reeds op grond van de Wft toezicht op diens bedrijfsuitoefening. Doen zich in een dergelijke situatie problemen voor in de uitbestedingsrelatie, dan biedt dat mogelijkheden tot handhavend optreden jegens zowel de uitbesteder als de dienstverlener. Kampt bijvoorbeeld de vermogensbeheerder met structurele gebreken in de beheerste

---

1280 Zie par. 6.6.2.

bedrijfsvoering, dan vormt dat voor de AFM reden en noodzaak tot handhavend optreden. Tegelijkertijd kan het probleem van de vermogensbeheerder voor DNB reden zijn het pensioenfonds een aanwijzing te geven de relatie met de vermogensbeheerder te beëindigen.

Hier ligt wel een gevaar van “*détournement de pouvoir*” op de loer.<sup>1281</sup> Dat gevaar is het grootst wanneer bij zowel de uitbesteder als de dienstverlener dezelfde toezichthouder bevoegd is tot handhavend optreden, zoals wanneer een beheerder van een beleggingsinstelling werkzaamheden uitbesteedt aan een vermogensbeheerder. De lijnen zijn dan korter dan wanneer beide financiële toezichthouders betrokken zijn. Geeft bijvoorbeeld de AFM in de geschetste situatie een aanwijzing aan de beheerder van de beleggingsinstelling tot wijziging van de uitbestedingsovereenkomst,<sup>1282</sup> dan is het voor de AFM verleidelijk om tegelijkertijd de vermogensbeheerder een aanwijzing te geven aan die wijziging van de uitbestedingsovereenkomst mee te werken. Er is dan sprake van “*détournement de pouvoir*”, omdat de aanwijzingsbevoegdheid naar de vermogensbeheerder de AFM niet is gegeven om haar doelen in het toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen te bereiken. Overigens zijn mij geen gevallen bekend waarin zich iets dergelijks heeft voorgedaan, noch bij de AFM, noch bij DNB. Ik verken hier enkel de grenzen aan de mogelijkheden voor een toezichthouder om via handhavend optreden jegens de dienstverlener in de uitbestedingsrelatie in te grijpen.

Handhavend optreden naar de dienstverlener is niet altijd mis. Het kan volkomen op zijn plaats zijn. Een probleem in de uitbestedingsrelatie is op de eerste plaats een probleem van de uitbesteder. De oorzaak van dat probleem kan echter heel goed bij de dienstverlener liggen. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat de kosten van vermogensbeheer (te) hoog uitvallen, omdat de vermogensbeheerder de “best execution”-verplichting<sup>1283</sup> niet (goed) naleeft. Herhaaldelijke schending van contractuele afspraken,<sup>1284</sup>

---

1281 *Détournement de pouvoir* is de in het bestuursrecht gebruikelijke term voor het gebruik van een bevoegdheid voor een ander doel dan waarvoor die bevoegdheid is verleend (art. 3:3 Awb).

1282 Dat kan gaan om de opneming van de wettelijk voorgeschreven bedingen ten gunste van de toezichthouder, maar ook om het verkrijgen van meer “control” door bijvoorbeeld de aanlevering van meer rapportages, de opneming van een verder reikende instructiebevoegdheid of verruiming van de opzeggingsmogelijkheid.

1283 Art. 4:90a-4:90c Wft.

1284 Dat kan bijvoorbeeld gaan om een afspraak dat de vermogensbeheerder belegt

kan duiden op gebreken ten aanzien van een beheerste en integere bedrijfsvoering<sup>1285</sup>. De vermogensbeheerder heeft misschien werkzaamheden onderuitbesteed, zonder zelf voldoende “in control” te blijven.<sup>1286</sup> In zulke gevallen kan de toezichthouder optreden jegens de vermogensbeheerder vanwege diens eigen overtredingen. Het optreden naar de dienstverlener dient dan een eigen doel, namelijk handhaving van de normen die voor de dienstverlener gelden. Het optreden dient dan niet om via een “détournement de pouvoir” toezichtsdoelen bij de uitbesteder te dienen, ook al zijn er in het toezicht op die uitbesteder wel positieve effecten te verwachten.

De trend dat zorgplichten van financiële ondernemingen steeds verder worden opgerekt, kan betekenen dat het gevaar van “détournement de pouvoir” door de toezichthouder niet zo groot is. De “ken-uw-cliënt”-verplichting<sup>1287</sup> kan zo worden uitgelegd dat de vermogensbeheerder behoorde te weten dat bepaalde bedingen voor het betreffende pensioenfonds noodzakelijk waren. Ook de algemene zorgplicht<sup>1288</sup> biedt mogelijkheden om bij een gebrekkige uitbesteding door het pensioenfonds, de vermogensbeheerder daar (mede) een verwijt van te maken en jegens hem tot handhavend optreden over te gaan.

Dat kan wringen. Het is op de eerste plaats de uitbestedende onderneming die een steek laat vallen door onvoldoende “in control” te blijven of het toezicht te (laten) belemmeren. Dat sluit niet uit dat de vermogensbeheerder daarbovenop ook nog gedragsregels heeft geschonden. Handhavend optreden naar beiden kan daarom op zijn plaats zijn. Worden echter de zorgplichten van de dienstverlener te ver opgerekt of richt het handhavende optreden zich eenzijdig op de dienstverlener, dan ondermijnt dat het principe dat de uitbesteder volledig verantwoordelijk blijft voor de uitbestede werkzaamheden.

---

conform de prudent person-regel (art. 135, lid 1, Pw). Zie ook art. 13, lid 2, sub f, Bupw dat verplicht tot de opnemng van een beding dat de dienstverlener het pensioenfonds blijvend in staat stelt te voldoen aan hetgeen bij of krachtens de Pensioenwet is bepaald.

1285 Art. 4:14 Wft.

1286 Art. 3:18 en 4:16 Wft.

1287 Art. 4:23 Wft.

1288 Art. 4:90, lid 1, Wft.

## **6.10 Conclusies**

Dit hoofdstuk behandelt de onderzoeksvraag hoe een uitbesteding de positie van de toezichthouder raakt. Deze onderzoeksvraag is temeer relevant, omdat de toezichthouder ook daadwerkelijk moet handhaven. Naar Nederlands recht is de toezichthouder hiertoe gehouden op grond van de beginselplicht tot handhaving. Die beginselplicht geldt ook in het financieelrechtelijke bestuursrecht. Ook naar Europees recht is de toezichthouder hiertoe gehouden, maar dan op grond van het effectiviteitsbeginsel.

De positie van de toezichthouder bij uitbesteding moet op twee punten worden beoordeeld. Het eerste punt is of de toezichthouder over toereikende bevoegdheden beschikt om toezicht te houden op de uitbestedingsregels en de naleving ervan af te dwingen. Het tweede punt is of de toezichtsbevoegdheden van de toezichthouder ook toereikend zijn om adequaat toezicht te houden op de uitbestede werkzaamheden en de naleving af te dwingen van de dáárop toepasselijke normen. Uit dit onderzoek blijkt dat de bevoegdheden op beide punten toereikend zijn. Zowel toezicht als handhaving richten zich primair op de uitbesteder, maar de toezichthouder kan “doorgrijpen” naar de dienstverlener.

Het toezicht en de handhaving lopen primair via de uitbesteder. Het is de uitbesteder die de toezichthouder desgevraagd inzicht moet geven in alle relevante informatie over de uitbesteding en de uitbestede werkzaamheden. Blijkt er van tekortkomingen, dan kan de toezichthouder met herstelsancties of zelfs bestraffende sancties tegen de uitbesteder optreden. Dit past ook in het principe dat de uitbesteder jegens zijn toezichthouder volledig verantwoordelijk blijft voor de uitvoering van de uitbestede werkzaamheden.<sup>1289</sup>

Niettemin moet de uitbesteder van zijn dienstverlener enkele bevoegdheden ten gunste van zijn toezichthouder bedingen. Het gaat om bevoegdheden om rechtstreeks bij de dienstverlener informatie op te vragen en om bij de dienstverlener een onderzoek ter plaatse te houden. Deze (contractuele) bevoegdheden van de toezichthouder tegenover de dienstverlener zijn nuttig ten opzichte van zijn (wettelijke) bevoegdheden tegenover de uitbesteder. Rechtstreeks opvragen van informatie is sneller en de bevoegdheid om een onderzoek ter plaatse te kunnen houden waarborgt de mogelijkheid om met eigen ogen toe te zien of de (uitbestede) werkzaamheden correct worden uitgevoerd. Toch zal de belasting voor

---

1289 Zie par. 2.3.

de dienstverlener beperkt blijven. Het subsidiariteitsbeginsel verlangt dat de toezichthouder zijn bevoegdheden op de minst belastende wijze uitoefent. Dat betekent dat hij zich in beginsel tot de uitbesteder moet richten. Voorts volgt uit het evenredigheidsbeginsel dat de toezichthouder die zich tot de dienstverlener wendt, niet meer informatie mag opvragen dan hij redelijkerwijs voor de uitoefening van zijn wettelijke taak nodig heeft. Bovendien kan hij jegens de dienstverlener geen bevoegdheden uitoefenen die hij ook niet jegens de uitbesteder had kunnen uitoefenen. Dit is zelfs zo als de dienstverlener contractueel heeft ingestemd met verdergaande onderzoeksbevoegdheden voor de toezichthouder.

De bedingen ten gunste van de toezichthouder vervullen een essentiële rol in het toezicht op de (buitenlandse) dienstverlener. Zij verzekeren dat de toezichthouder adequaat toezicht kan houden, ook als de dienstverlener in het buitenland is gevestigd. Weliswaar is de toezichthouder van de uitbestedende onderneming afhankelijk voor het bedingen van toezichtsbevoegdheden jegens de dienstverlener. Die afhankelijkheid zie ik niet als bezwaar. Laat de uitbestedende onderneming na om afdoende bevoegdheden voor haar toezichthouder te bedingen, dan kan de toezichthouder met handhavend optreden bewerkstelligen dat dat als nog gebeurt of dat de uitbestedingsovereenkomst wordt beëindigd.

Handhavend optreden richt zich in beginsel op de uitbesteder. De toezichthouder bedient zich in de praktijk meestal van het normoverdragende gesprek, de aanwijzing, de last onder dwangsom en de bestuurlijke boete.

De boete is de enige bestraffende sanctiebevoegdheid van de toezichthouder. De handhavende werking die daarvan uitgaat is de afschrikwekkende werking naar anderen. De overtreding zelf wordt daarmee niet ongedaan gemaakt. Herstelsancties zijn daarentegen wel gericht op ongedaanmaking van de overtreding en haar gevolgen. Om die reden is de naleving van een aanwijzing verplicht. Aan de hoogte van een dwangsom is zelfs geen absolute grens gesteld. De enige bovengrens is dat ze niet onnodig hoog is, omdat daar een bestraffende werking van uitgaat. Tegelijkertijd is de ondergrens dat ze hoog genoeg is om de overtreder effectief te bewegen tot uitvoering van de last.

De effectiviteit van deze handhavingsbevoegdheden blijkt wel hieruit, dat andere handhavingsmiddelen veel minder vaak worden ingezet.

Andere handhavingsmiddelen zijn bijvoorbeeld de stille curatele en bewindvoering. Soms kan de toezichthouder ook een vergunning intrekken of zelfs een strafrechtelijk handhavingstraject in gang zetten. Zulke handhavingsmiddelen zijn overigens wel van nut, wanneer "de gewone



handhavingsmiddelen" geen effect sorteren. Zo maakt een dwangsom wellicht weinig indruk op een overtreder die toch al op het randje van faillissement zit.

De toezichthouder beschikt daarnaast ook over bevoegdheden die geen sanctie zijn, maar waar wel degelijk een handhavende werking van uitgaat. Zo moet de toezichthouder in sommige gevallen een overtreding en de door hem opgelegde sanctie publiceren. In andere gevallen mag hij dat. Ook de wetenschap dat de toezichthouder een bestuurder kan her-toetsen, stimuleert normconform gedrag.

In een uitbestedings situatie is het veelal de dienstverlener die feitelijk de overtreding begaat. Ook dan loopt het handhavingstraject via de uitbesteder. De toezichthouder kan de uitbesteder een aanwijzing of een last onder dwangsom geven om in de uitbestedingsrelatie in te grijpen teneinde de overtreding te beëindigen. Die aanwijzing of last mag niet met terugwerkende kracht ingrijpen in de relatie met de dienstverlener; ze mag enkel naar de toekomst werken. Ze mag eventueel inhouden dat de uitbestedingsrelatie wordt beëindigd. De toezichthouder is evenwel gebonden aan het evenredigheidsbeginsel: de inhoud van de aanwijzing of last moet in redelijke verhouding staan tot de overtreding.



## HOOFDSTUK 7

# DE POSITIE VAN BEGUNSTIGDEN EN CLIËNTEN

### 7.1 Inleiding

De uiteindelijke belanghebbenden bij de deugdelijke naleving van de uitbestedingsvoorschriften zijn de begunstigden dan wel de cliënten van de onderneming. De pensioenregelgeving, en dus ook de daarin opgenomen uitbestedingsvoorschriften dienen uiteindelijk om hun (pensioen)aanspraken te beschermen.<sup>1290</sup>

Tekortkomingen in de uitbesteding van het vermogensbeheer door een pensioenfonds kunnen de financiële belangen van de begunstigden schaden. Is het pensioenfonds onvoldoende “in control” over het uitbestede vermogensbeheer, dan kan dat leiden tot schending van de prudent person-regel. De gevolgen dáárvan kunnen onder meer zijn het mislopen van rendement, onnodige of onnodig hoge kosten of het onbewust lopen van meer risico’s dan het pensioenfonds wenst. Weliswaar hoeven risico’s niet tot verliezen te leiden. Beleggingsrisico’s kunnen zelfs tot rendement leiden.<sup>1291</sup> Zij kunnen echter ook verkeerd uitpakken en tot verliezen leiden die onnodig waren of zelfs groter dan het fonds kan dragen.

Een ondeugdelijke uitvoering kan ook leiden tot beleggingen die in strijd zijn met andere wettelijke voorschriften zoals de Sanctiewet, of in strijd zijn met de wensen van de eigen achterban.<sup>1292</sup>

Een ondeugdelijke uitbesteding geeft aanleiding tot toezichthouderlijk ingrijpen. Hoewel toezichthouderlijk ingrijpen op zichzelf genomen het belang van de begunstigden dient, komen eventuele boetes en verbeurde dwangsommen ten laste van het pensioenvermogen dat voor diezelfde begunstigden bestemd is.

Begunstigden hebben er dus alle belang bij dat de uitbesteding van het vermogensbeheer deugdelijk verloopt. In dit hoofdstuk onderzoek ik hoe de positie van de begunstigden wordt beschermd wanneer het pensioenfonds

---

1290 Voor de Pensioenwet, zie Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 2. Voor de Pensioenrichtlijn, zie Overweging 7.

1291 Zie par. 3.2.1.

1292 Zie par. 3.6.9.2.

het vermogensbeheer uitbestedt. Daartoe geef ik eerst een beschrijving van de pensioenrechtelijke context waarin pensioenfondsen opereren. Daarna onderzoek ik of begunstigden het pensioenfonds aansprakelijk kunnen stellen voor schade die zij lijden wanneer het pensioenfonds tekortschiet in de naleving van de prudent person-regel of van de uitbestedingsregels. Tot slot onderzoek ik op welke wijze begunstigden invloed kunnen uitoefenen op het pensioenfonds ten aanzien van uitbesteding en van vermogensbeheer.

## 7.2 De pensioenrechtelijke context

### 7.2.1 *De pensioendriehoek en de relatie tussen pensioenfondsen en begunstigde*

De positie van de begunstigde bij uitbesteding door zijn pensioenfonds wordt op de eerste plaats bepaald door zijn positie tegenover het pensioenfonds. Er bestaan veel vragen over de aard van de relatie tussen het pensioenfonds en begunstigden. Ik beschrijf hieronder daarom eerst hoe de relatie tussen een deelnemer (vaak een werknemer) en zijn pensioenfonds ontstaat. Daarna maak ik nog enkele opmerkingen over de relatie tussen het pensioenfonds en andere begunstigden.

#### 7.2.1.1 De pensioendriehoek

De verhouding tussen werknemer en pensioenfonds is geen op zichzelf staande verhouding; hij maakt (gewoonlijk) onderdeel uit van een driepartijenverhouding waarin ook de werkgever van de begunstigde een plaats heeft. Die driepartijenverhouding wordt wel de “pensioendriehoek” genoemd. De pensioendriehoek bestaat uit drie, onderling samenhangende verhoudingen. Het gaat om de verhoudingen tussen (1) de werkgever en de werknemer (die deelnemer wordt), (2) de werkgever en het pensioenfonds, en (3) het pensioenfonds en de werknemer.<sup>1293</sup> De totstandkoming van de relatie tussen pensioenfonds en werknemer verschilt naar gelang het een ondernemingspensioenfonds, bedrijfstakpensioenfonds of beroepspensioenfonds betreft.

---

1293 Lutjens 2013, p. 156-165.

### 7.2.1.2 Het ondernemingspensioenfonds

Een werkgever kan zijn werknemers aanbieden om een pensioenovereenkomst te sluiten. Vaak is hij daar op grond van een CAO ook toe verplicht. De pensioenovereenkomst wordt onderdeel van de arbeidsovereenkomst. Kern van de pensioenovereenkomst is de pensioentoezegging. Het gaat dan om bijvoorbeeld de opbouw van pensioenaanspraken en de voorwaarden waaronder tot uitkering wordt overgegaan.<sup>1294</sup>

Als partij bij de pensioenovereenkomst verkrijgt de werknemer een pensioenaanspraak op zijn werkgever. Hij loopt daardoor een kredietrisico op zijn werkgever. Als de werkgever failliet, komt het opgebouwde vermogen ten goede aan de schuldeisers van die werkgever in plaats van bestemd te blijven voor zijn pensioen. Om dit risico te ondervangen, is de werkgever verplicht om de pensioenovereenkomst “onder te brengen” bij een pensioenuitvoerder.<sup>1295</sup> De werkgever voldoet hieraan door een “uitvoeringsovereenkomst” te sluiten met een pensioenuitvoerder. De uitvoeringsovereenkomst bevat afspraken over bijvoorbeeld de te betalen premie en aanpassing daarvan, betaaldatum, indexatie, eventuele bijstorting door de werkgever en opzegging.

Door de onderbrenging ontstaat een relatie tussen de werknemer en de pensioenuitvoerder.<sup>1296</sup> Die relatie wordt vastgelegd in een pensioenreglement.<sup>1297</sup> De inhoud van dat reglement moet nauw aansluiten bij de inhoud van de pensioenovereenkomst. In de praktijk gebeurt dat overigens vaak omgekeerd: in de pensioenovereenkomst wordt dan voor de inhoud verwezen naar het pensioenreglement.<sup>1298</sup>

1294 Maatman 2004a, p. 32; Lutjens & Kuiper 2008, p. 79.

1295 Art. 23 Pw. Zie ook art. 8 Pensioenrichtlijn. Men spreekt van de “onderbrengingsplicht”.

1296 De relatie tussen de werknemer en het pensioenfonds ontstaat uit een (impliciet) derdenbeding in de uitvoeringsovereenkomst, ten gunste van de werknemer. Zie Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 4 en 24. Zie HR 20 februari 2004, NJ 2005, 493, m.nt. Du Perron (DSM/Fox). Zie verder Tulfer 1997, nr. 141; Maatman 2004a, p. 29 en 86; Lutjens 2013, p. 159-160.

1297 Art. 35 Pw.

1298 Lutjens & Kuiper 2011, p. 37.

### 7.2.1.3 Het bedrijfstakpensioenfonds

Ongeveer driekwart van alle werknemers neemt deel in een pensioenfonds op grond van de Wet Bpf.<sup>1299</sup> De verplichting tot deelneming wordt verleend door de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid op aanvraag van “een belangrijke meerderheid van de in [een] bedrijfstak werkzame personen”.<sup>1300</sup> Er is in dat geval geen sprake van een pensioenovereenkomst.<sup>1301</sup> De verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds is echter gelijkgesteld aan een pensioenovereenkomst. Ook de deelneming van overheidswerknemers<sup>1302</sup> in het ABP is gelijkgesteld aan een pensioenovereenkomst.<sup>1303</sup> Via de verplichtstelling zijn op de bedrijfstakpensioenfondsen en de pensioenregelingen van de betrokken werknemers (onder meer) de prudent person-regel en de uitbestedingsvoorschriften uit de Pensioenwet van toepassing. Ik ga hierna daarom niet apart meer in op de Wet Bpf en de Wet privatisering ABP.

### 7.2.1.4 Het beroepspensioenfonds

In andere gevallen is deelneming in een pensioenfonds verplicht gesteld voor een gehele beroepsgroep. De verplichte deelneming geldt dan niet enkel voor de werknemers in die beroepsgroep, maar (juist) ook voor de zelfstandige beroepsgenoten (al dan niet met personeel in dienst). Bekende voorbeelden van beroepsgroepen die verplicht deelnemen in een pensioenfonds zijn het notariaat, artsen en het loodswezen.

De deelneming is in die gevallen verplicht op grond van de Wet verplichte beroepspensioenregeling (Wvb). De verplichtstelling is bij uitstek gericht op beroepsgroepen waarin het aantal beroepsgenoten in dienstverband (zeer) beperkt is.<sup>1304</sup> Als regel ontbreekt dus een arbeidsrelatie en een pensioendriehoek. De binding van de beroepsgenoot aan het pensioenfonds krijgt daarom op andere wijze vorm.

In de systematiek van de Wvb wordt de positie van de werkgever in de pensioendriehoek min of meer overgenomen door een beroepspensioenvereniging. Een beroepspensioenvereniging heeft als enige doel

---

1299 Zie [www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl) > Financiële instellingen > Pensioenfondsen > Toezichtgegevens pensioenfondsen, onder tabel T8.6, Aantallen deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden.

1300 Art. 2, lid 1, Wet Bpf. De Wet Bpf bevat overigens ook uitzonderingen.

1301 Die wordt immers overeengekomen tussen werkgever en werknemer.

1302 Zoals gedefinieerd in art. 2, Wet privatisering ABP.

1303 Art. 2, lid 2, Pw.

1304 Kamerstukken II, 2003-2004, 29481, nr. 3, p. 4-5.

om een pensioenregeling voor de beroepsgroep te verzorgen.<sup>1305</sup> Vertegenwoordigt de beroepspensioenvereniging een belangrijke meerderheid van de beroepsgroep, dan kan zij de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid verzoeken om een beroepspensioenregeling voor de beroepsgroep verplicht te stellen.<sup>1306</sup> De inhoud van die pensioenregeling komen de beroepsgenoten zelf overeen.<sup>1307</sup> De beroepspensioenvereniging brengt de uitvoering van de pensioenregeling onder bij een pensioenuitvoerder door het sluiten van een uitvoeringsovereenkomst.<sup>1308</sup>

Door de onderbrenging ontstaat een relatie tussen de beroepsgenoot en de pensioenuitvoerder. Die relatie wordt vastgelegd in een pensioenreglement.<sup>1309</sup> De inhoud daarvan moet nauw aansluiten bij de inhoud van de beroepspensioenregeling. Pensioenuitvoerders die op grond van de Wvb een pensioenregeling uitvoeren, moeten eveneens voldoen aan de prudent person-regel en aan dezelfde uitbestedingsregels als pensioenfondsen die onder de Pensioenwet vallen.<sup>1310</sup> Ik ga hierna daarom niet apart meer in op de Wvb.

#### 7.2.1.5 Het algemene pensioenfonds

Thans is een wetsvoorstel aanhangig tot invoering van een nieuw type pensioenfonds: het algemene pensioenfonds.<sup>1311</sup> Ten tijde van dit schrijven was 1 januari 2016 de voorziene datum van invoering.<sup>1312</sup>

Schaalgrootte is in de pensioensector een belangrijke factor voor goed vermogensbeheer. Door schaalgrootte dalen de uitvoeringskosten per deelnemer.<sup>1313</sup> Ook vereist de economische rationaliteit voor het optuigen van een interne beheersingsorganisatie en het aantrekken van voldoende (interne) deskundigheid een zekere schaalgrootte.

1305 Art. 1 Wvb, onder "beroepspensioenvereniging".

1306 Art. 5 Wvb.

1307 Art. 1 Wvb, onder "beroepspensioenregeling".

1308 Art. 1 Wvb, onder "uitvoeringsovereenkomst".

1309 Art. 21 Wvb.

1310 Deze zijn opgenomen in art. 43 Wvb (uitbesteding) en art. 130 Wvb (prudent person-regel). De voorschriften zijn nagenoeg gelijk. Het enige verschil is dat in de Wvb de bepaling ontbreekt dat een pensioenfonds niet meer dan 5% in de bijdragende onderneming belegt respectievelijk 10% in de groep van ondernemingen waartoe de bijdragende onderneming eventueel behoort. Dat is logisch: een beroepspensioenfonds kent geen bijdragende onderneming. De uitbestedingsregels en de prudent person-regel zijn voorts, net als hun zusterbepalingen in de Pensioenwet, nader uitgewerkt in het Bupw en het Besluit FTK.

1311 Zie nader: Boumans & De Greef 2015 en Warmerdam 2014, p. 320-321.

1312 Kamerstukken II, 2014-2015, 34117, nr. 10, p. 7.

1313 Bikker 2013; Van der Graaff & Koeleman 2008; Pensioenfederatie 2010, p. 20-21; De Dreu 2013, p. 37-41.

De invoering van het algemeen pensioenfonds moet (kleinere) pensioenfondsen die niet zelfstandig kunnen (of willen) verder gaan, de mogelijkheid geven om samen te gaan met andere pensioenfondsen, ieder met behoud van de eigen identiteit en de eigen pensioenregeling(en). Dit gebeurt doordat het pensioenfonds per “collectiviteitskring” een afgescheiden vermogen mag aanhouden. De sociale partners kunnen zelf de omvang van een collectiviteitskring bepalen.<sup>1314</sup> Algemene pensioenfondsen hoeven dus niet te voldoen aan de “eis van één financieel geheel”.<sup>1315</sup> Het voor pensioenfondsen geldende financiële toetsingskader wordt bij algemene pensioenfondsen toegepast per collectiviteitskring.

Zowel ondernemingspensioenfondsen als beroepspensioenfondsen kunnen zich aansluiten bij een algemeen pensioenfonds. Verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen kunnen dat niet.<sup>1316</sup> De wijze waarop de relatie tussen pensioenfonds en deelnemer tot stand komt, komt dus overeen met de wijze waarop zij bij een ondernemingspensioenfonds of een beroepspensioenfonds tot stand komt.

#### 7.2.1.6 Andere begunstigden dan deelnemers

Hierboven beschreef ik de verhoudingen in de pensioendriehoek (en de variant in de Wet verplichte beroepspensioenregeling) tussen pensioenfonds, werkgever en werknemer. Door zijn deelneming wordt de werknemer deelnemer in het pensioenfonds. Zijn rechtspositie tegenover het pensioenfonds is vastgelegd in het pensioenreglement.<sup>1317</sup> Hij ontleent zijn rechten tegenover het fonds aan dat pensioenreglement.<sup>1318</sup>

Een pensioenfonds kent ook andere begunstigden dan “deelnemers”. De wet maakt niet duidelijk waaraan deze andere begunstigden dan deelnemers hun rechten tegenover het pensioenfonds ontlelen. In de wet is het

---

1314 Het ligt voor de hand dat zij bij pensioenfondsen die samengaan in een algemeen pensioenfonds het begunstigdenbestand van elk van de fondsen als aparte collectiviteitskring zullen benoemen. Het hoeft niet.

1315 Art. 123 Pw.

1316 Het kabinet wil eerst een brede discussie over het pensioenstelsel houden voor zij besluit om al dan niet ook verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen tot het algemeen pensioenfonds toe te laten (Kamerstukken II, 2014-2015, 34117, nr. 13, p. 9-10).

1317 Art. 1 en 35 Pw.

1318 Zie bijv. HR 3 februari 2012, JAR 2012/70, m.nt. Kuiper, PJ 2012/39, m.nt. Gommer (pensioenaanspraak volgt rechtstreeks uit pensioenreglement).



pensioenreglement gedefinieerd in de verhouding tussen enkel het pensioenfonds en de deelnemer.<sup>1319</sup> De wetgever zelf lijkt er, in weerwil van de wettelijke definitie, vanuit te gaan dat de rechtsverhouding met de “andere begunstigden” wordt geregeld in het pensioenreglement.<sup>1320</sup> Daarvoor pleit ook dat het pensioenfonds in het pensioenreglement onderwerpen moet regelen die uitdrukkelijk ook de andere begunstigden raken, zoals de bevoegdheid om (alle) begunstigden te korten.<sup>1321</sup>

In de praktijk komt het veel voor dat het pensioenreglement tevens de verhouding tussen het pensioenfonds en andere begunstigden regelt.<sup>1322</sup> Dat ligt ook wel voor de hand. De verbintenisrechtelijke relatie tussen het pensioenfonds en de deelnemer houdt niet op, wanneer de deelnemer ophoudt deelnemer te zijn. Veelal luidt de beëindiging van zijn deelnemerschap het begin van zijn pensionering in.<sup>1323</sup> Hier lijkt een vergelijking met de relatie tussen werkgever en werknemer op haar plaats: het eindigen van de arbeidsovereenkomst, betekent niet het einde van de eveneens tussen hen gesloten pensioenovereenkomst.<sup>1324</sup> Evenmin betekent het einde van het deelnemerschap een einde van de pensioenrechtelijke relatie met het pensioenfonds.

In het geval van nabestaandenpensioen ligt dit net iets genuanceerder. De partner van een deelnemer heeft, zolang de deelnemer niet is overleden, geen eigen aanspraak op nabestaandenpensioen. Het is de deelnemer zelf die een aanspraak op nabestaandenpensioen heeft ten behoeve van zijn partner.<sup>1325</sup> Een verbintenisrechtelijke relatie tussen de partner en

1319 Art. 1 Pw.

1320 Zie bijv. Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 199, waar de Minister het pensioenreglement noemt in relatie tot niet zowel de aanspraakgerechtigden als de pensioengerechtigden.

1321 Art. 35 jo 134 Pw.

1322 Zie voor een voorbeeld de casus in Hof Arnhem-Leeuwarden, 10 februari 2015, PJ 2015/66, m.nt. Van Riemsdijk (Reglementair anticumulatiebeding).

1323 Het kan om een ouderdomspensioen gaan, maar ook om een arbeidsongeschiktheidspensioen. In plaats van pensionering, is ook mogelijk dat hij nieuw emplooi heeft gevonden bij een werkgever die niet bij dit fonds is aangesloten. Hij wordt dan gewezen deelnemer (tenzij de beëindiging van zijn deelnemerschap wordt gevolgd door een waardeoverdracht).

1324 HR 6 september 2013, NJ 2014/67, m.nt. Lutjens; JOR 2013/310, m.nt. Van Marwijk Kooy; JAR 2013/249, m.nt. Heemskerk; PJ 2013/161, m.nt. Lutjens & Breuker (ECN). Zie ook HR 8 november 2013, JAR 2013/300, m.nt. Heemskerk; PJ 2013/191, m.nt. Van Marwijk Kooy; ArA 2014/03, m.nt. Leeuwen (Delta Lloyd). De HR verwierp met toepassing van art. 81 RO het cassatieberoep dat was ingesteld tegen Hof Amsterdam 12 juni 2012, NJ 2014, 83; PJ 2012/119, m.nt. Langemeijer.

1325 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 213.

het pensioenfonds ontstaat eerst bij het overlijden van de deelnemer.<sup>1326</sup>  
Een verbintenisrechtelijke relatie ontstaat overigens ook wanneer de deelnemer en zijn (dan nog) partner scheiden.<sup>1327</sup>

### 7.2.2 Soorten pensioenregelingen

Voor de positie van de begunstigde tegenover zijn pensioenfonds is de aard van de pensioenregeling van groot belang. In het dagelijkse spraakgebruik onderscheidt men gewoonlijk “defined benefit”-regelingen (db-regelingen) en “defined contribution”-regelingen (dc-regelingen). Waar het de dc-regelingen betreft, is dit onderscheid voor mijn onderzoek niet precies genoeg. Ik laat deze terminologie daarom voor wat zij is. Het onderscheid in de Pensioenwet is preciezer. De Pensioenwet onderscheidt pensioenregelingen in kapitaalovereenkomsten, uitkeringsovereenkomsten en premieovereenkomsten.<sup>1328</sup>

Bij een kapitaalovereenkomst staat het door de pensioenuitvoerder uit te keren eindkapitaal vast. Dat eindkapitaal, een “*lump sum*”, wordt op de pensioendatum tegen de dan geldende tarieven omgezet in een periodieke uitkering. Daarmee ligt het beleggingsrisico tijdens de opbouwfase bij de pensioenuitvoerder en het langlevensrisico bij de begunstigde. De pensioenuitvoerder loopt immers het risico dat het rendement uit beleggingen onvoldoende is om het eindkapitaal te behalen. De begunstigde loopt op zijn beurt het risico dat tegen de tijd van zijn pensionering de gemiddelde levensverwachting is gestegen. Een hogere levensverwachting vertaalt zich in ongunstigere tarieven voor de aankoop van een periodieke uitkering. De periodieke uitkering zal dan van geringere omvang zijn dan vooraf voorzien. Kapitaalovereenkomsten komen in Nederland niet veel voor.<sup>1329</sup>

Bij een uitkeringsovereenkomst staat de hoogte van de periodieke uitkering aan de begunstigde vast. Men spreekt tegenwoordig wel van “defined benefit”-regelingen (db-regelingen). Het gaat hier om eind- en middelloonregelingen. Bij uitkeringsovereenkomsten rusten zowel het beleggingsrisico als het langlevensrisico op de pensioenuitvoerder.

---

1326 Hof 's-Hertogenbosch 3 februari 2015, PJ 2015/67 (Uitruil partnerpensioen).

1327 Art. 57 Pw.

1328 Art. 10 Pw. Zie voor een uitgebreider overzicht van de soorten pensioenregelingen: Jacobs 2007, p. 103-114; Schols-van Oppen 2015, p. 25-31 en Witte 2013, p. 46-52.

1329 Jacobs 2007, p. 105.

Bij een premieovereenkomst staat de periodiek te betalen pensioenpremie vast. Dit wordt ook wel een beschikbare-premieregeling genoemd. Tegenwoordig wordt veelal de term “defined contribution”-regeling (dc-regelingen) gebruikt. Er worden drie soorten premieovereenkomsten onderscheiden.

Bij de *zuivere premieovereenkomst* worden de betaalde premies belegd en herbelegd tot aan de pensioendatum. De hoogte van het eindkapitaal staat daardoor niet vast. Met dat eindkapitaal moet de begunstigde in zijn ouderdomspensioen voorzien. Dat kan bijvoorbeeld door een lijfrente aan te kopen. Zowel het beleggingsrisico als het langlevensrisico liggen bij de begunstigde.

Bij een *premieregeling met omzetting premie in aanspraak op kapitaal* wordt met de ingelegde premie direct een kapitaalverzekering ingekocht. Op de pensioendatum wordt het opgebouwde verzekerde kapitaal omgezet in een periodieke uitkering. De begunstigde loopt wel een langlevensrisico, maar geen beleggingsrisico. Het beleggingsrisico ligt bij de pensioenuitvoerder.

Bij de *premieregeling met omzetting premie in aanspraak op uitkering*, ten slotte, wordt met de premie direct een periodieke uitkering ingekocht. Zowel het langlevensrisico als het beleggingsrisico liggen bij de pensioenuitvoerder. Toch heeft de begunstigde nog steeds geen zekerheid over zijn uiteindelijke pensioenuitkering. Het is immers niet bekend wat de waarde is van de pensioenuitkeringen die in de toekomst, tot aan zijn pensioendatum, van die premies kunnen worden ingekocht.<sup>1330</sup>

In de praktijk bestaan er tussenvarianten, zoals streefregelingen en “collective defined contribution”-regelingen (en die zelf ook in vele vormen voorkomen). Ik laat dat verder rusten. Ik merk enkel op dat het voor de kwalificatie van de specifieke regeling als kapitaal-, uitkerings- of premieovereenkomst steeds aankomt op de feitelijke vormgeving van de regeling.<sup>1331</sup>

---

1330 Als in de toekomst de levensverwachting van de bevolking stijgt, zullen de verzekeraars ongunstigere tarieven rekenen. De gezamenlijke inleg van de begunstigen neemt immers niet toe, terwijl door de gestegen levensverwachting de toekomstige uitkeringen wel toenemen. Andersom worden de tarieven van een aan te kopen pensioenuitkeringen weer gunstiger als de stijging van de levensverwachting achter blijft bij eerdere verwachtingen.

1331 Bijv. Kamerstukken I, 2005-2006, 30413, nr. C, p. 10-11. Zie ook Heemskerk, De Jong & Maatman 2013, p. 20-21.

### 7.2.3 Pensioenuitvoerders op de pensioenmarkt

Er zijn drie typen pensioenuitvoerders. Het gaat om pensioenfondsen, “pensioenverzekeraars”<sup>1332</sup> en premiepensioeninstellingen.<sup>1333</sup> Naast deze pensioenuitvoerders mogen ook pensioeninstellingen met zetel in een andere lidstaat en verzekeraars met zetel in het buitenland (Nederlandse) pensioenregelingen uitvoeren.<sup>1334</sup> Deze buitenlandse pensioenondernemingen laat ik verder buiten beschouwing.

#### 7.2.3.1 Premiepensioeninstellingen

Premiepensioeninstellingen mogen geen verzekeringstechnisch risico lopen.<sup>1335</sup> In eerste instantie was om die reden bepaald dat een premiepensioeninstelling enkel zuivere premieovereenkomsten mocht uitvoeren. Later is dit aangepast: een premiepensioeninstelling mag ook andere typen pensioenovereenkomsten uitvoeren, mits de verzekeringstechnische risico’s zijn afgedekt. Dat kan bijvoorbeeld door de ingelegde premies direct te gebruiken voor de aankoop van kapitaalverzekeringen of lijfrentes.<sup>1336</sup>

Zij mogen daarom enkel zuivere premieovereenkomsten uitvoeren. Zij mogen bovendien geen pensioenuitkeringen doen. Bij het bereiken van de pensioenleeftijd dient de begunstigde het opgebouwde kapitaal te gebruiken om bij een verzekeraar een pensioenuitkering in te kopen. De premiepensioeninstelling is gemodelleerd naar de beleggingsinstelling.<sup>1337</sup> Pensioenfondsen en verzekeraars mogen daarentegen wel verzekeringsrisico’s lopen. Zij mogen daarom alle typen pensioenregeling uitvoeren. Voeren zij een zuivere premieovereenkomst uit, dan mogen ze ook de uitkeringsfase verzorgen.

---

1332 “Pensioenverzekeraar” is geen wettelijke term. Ik doel daarmee op die verzekeraars die pensioenregelingen uitvoeren. Zie par. 1.7.4.

1333 Zie uitgebreid over typen pensioenaanbieders: Van Meerten & Van den Hout 2013, p. 68-96.

1334 Op deze laatste twee typen ondernemingen ga ik verder niet in: zij worden beheerst door vreemd recht.

1335 Art. 1:1 Wft, onder “premiépensioeninstelling”.

1336 Van Meerten & Van den Hout 2013, p. 77-78. Zij stellen op p. 79 dat een premiepensioeninstelling zelfs de opbouwfase van een db-regeling mag verzorgen.

1337 Oorspronkelijk heette de premiepensioeninstelling nog “Pensioen beleggingsinstelling” (Van Meerten 2011, p. 363).

### 7.2.3.2 Pensioenverzekeraars

Het onderscheid tussen pensioenfondsen en verzekeraars laat zich lastiger duiden.<sup>1338</sup> Beiden verzekeren een inkomensrisico voor de oude dag.<sup>1339</sup>

Voorheen moest het bestuur van een pensioenfonds bestaan uit vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers. Tegenwoordig mag een pensioenfondsbestuur ook uit louter onafhankelijke deskundigen bestaan.<sup>1340</sup>

Onderscheidend is wel dat een pensioenfonds altijd een basispensioenregeling moet voeren.<sup>1341</sup> Dat betekent dat een pensioenfonds niet louter vrijwillige regelingen uitvoert. Een verzekeraar kan dat wel.<sup>1342</sup> Een pensioenfonds mag enkel vrijwillige regelingen uitvoeren die een aanvulling zijn op de basispensioenregeling.<sup>1343</sup> Ook geldt voor pensioenfondsen de eis van “één financieel geheel”.<sup>1344</sup> Die eis houdt in dat een pensioenfonds geen afgescheiden vermogens mag aanhouden voor verschillende

1338 Zie Kalkman, Rijkels & Tielenburg 2011, p. 321-325 en Kuiper 2014, p. 300-306 voor een uitgebreidere beschrijving van de verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars.

1339 Bij pensioenfondsen spreekt men van een sociale functie, die inhoudt dat individuele risico's op basis van collectiviteit en solidariteit worden gedragen (Kamerstukken II, 1998-1999, 26537, nr. 1, p. 2; Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 24). Een principieel verschil met verzekeren zie ik niet. De wetgever meent zelf ook dat de door een werkgever met een pensioenfonds gesloten uitvoeringsovereenkomst een verzekeringsovereenkomst is (Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 193). Ook in literatuur en jurisprudentie bestaat eensgezindheid dat de uitvoeringsovereenkomst een verzekeringsovereenkomst is (zie Rb Rotterdam 17 november 2011, JOR 2012/17, m.nt. Voerman & Kuiper, PJ 2012/17, m.nt. Lutjens en, in hoger beroep, CBb 6 februari 2014, PJ 2014/46, m.nt. Van den Brink; Lutjens & Kuiper 2011, p. 33; Huijg & Van Slooten 2013; en Kappelle 2013, p. 167. Er wordt wel betwijfeld of een uitvoeringsovereenkomst die met een premiepensioeninstelling is gesloten, een verzekeringsovereenkomst is, aangezien een premiepensioeninstelling geen verzekeringstechnische risico's mag dragen (Voerman & Kuiper 2012 en Lutjens 2008, par. 3.4.2. Anders: Esser & Van der Spek 2012, onder “sterftewinst”). Als de uitvoeringsovereenkomst met een premiepensioeninstelling geen verzekeringsovereenkomst is, kan ook worden betwijfeld of sprake is van een verzekeringsovereenkomst wanneer een uitvoeringsovereenkomst ziet op de onderbrenging van een zuivere premiereregeling.

1340 Zie par. 7.5.2.

1341 Een basispensioenregeling is een (deel van een) collectieve pensioenregeling waaraan de werknemer op basis van de pensioenovereenkomst gehouden is om deel te nemen (art. 1 Pw, onder “basispensioenregeling”).  
basispensioenregeling: de collectieve pensioenregeling of het deel van de pensioenregeling waaraan de werknemer op basis van de pensioenovereenkomst gehouden is om deel te nemen;

1342 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 172-173.

1343 Art. 116 Pw.

1344 Daarop bestaat een uitzondering voor het algemene pensioenfonds (zie par. 7.2.1.5) en het multi-ondernemingspensioenfonds (art. 123, lid 2, Pw).

pensioenregelingen. Voert een pensioenfonds meerdere regelingen uit, dan belanden alle ingelegde vermogens in dezelfde pot. Het gevolg hiervan is dat wanneer voor een pensioenregeling een tekort ontstaat, dit tekort wordt aangevuld vanuit de algemene reserves van het fonds. Er vindt dus kruissubsidiëring plaats.<sup>1345</sup>

Tot slot noem ik nog dat voor pensioenfondsen en (pensioen)verzekeraars andere zekerheidsmaatstaven en sturingsinstrumenten gelden. Een pensioenfonds moet over voldoende vermogen beschikken om met een zekerheid van 97,5% te waarborgen dat het het komende jaar aan zijn pensioenverplichtingen kan voldoen.<sup>1346</sup> Verzekeraars, daarentegen, zullen na implementatie van Solvency II aan een zekerheidsmaatstaf van 99,5% moeten voldoen.<sup>1347</sup> Dit verschil in zekerheidsmaatstaf laat zich verklaren doordat pensioenfondsen over enkele sturingsmiddelen beschikken, die verzekeraars missen. Zo kunnen pensioenfondsen gedurende de looptijd van de pensioenregeling de premies aanpassen.<sup>1348</sup> Bovendien beschikt het pensioenfonds als uiterste redmiddel over de mogelijkheid de pensioenaanspraken te korten.<sup>1349</sup> Daardoor kan het pensioenfonds in feite niet failleren. Een pensioenverzekeraar beschikt niet over zulke instrumenten.<sup>1350</sup>

### 7.2.3.3 De verhouding tussen Pensioenwet en Wft

Voor financiële ondernemingen zijn de voorschriften omtrent de relatie met cliënten opgenomen in de Wft. Pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen zijn financiële ondernemingen. Echter, ook de Pensioenwet bevat voorschriften omtrent de relatie met begunstigden. Het zou ongewenst zijn als de eisen over de inhoud en de uitvoering van de pensioenovereenkomst zouden verschillen tussen enerzijds pensioenfondsen en anderzijds pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen. Daarom zijn “alle pensioenspecifieke bepalingen rond pensioenregelingen”

---

1345 Art. 123 Pw.

1346 Art. 132, lid 2, Pw. Een van de mogelijkheden die een pensioenfonds heeft om het zekerheidspercentage te beïnvloeden, is om veiliger te beleggen. Wanneer het minder beleggingsrisico neemt, heeft het minder vermogen nodig om eventuele tegenvallers te kunnen opvangen en toch alle uitkeringsverplichtingen te kunnen voldoen.

1347 Art. 104, lid 4 en Overweging 64, Solvency II.

1348 Art. 128 Pw.

1349 Art. 134 Pw. Zie ook par. 7.3.4.

1350 Kamerstukken II, 2011-2012, 32043, nr. 118, p. 61.

opgenomen in de Pensioenwet.<sup>1351</sup> Zekerheidshalve bepaalt de Pensioenwet nog dat de Wft niet van toepassing is op de relatie tussen een pensioenverzekeraar of premiepensioeninstelling en een begunstigde, tenzij in de Pensioenwet anders is bepaald.<sup>1352</sup> De relatie tussen een pensioenverzekeraar of premiepensioeninstelling en een begunstigde is dus (in principe) uitsluitend geregeld in de pensioenregelgeving.<sup>1353</sup>

Van andere onderwerpen dan de relatie met begunstigden is niet bepaald of zij uitsluitend in de pensioenregelgeving of eventueel ook elders zijn geregeld. Voor die onderwerpen moet men steeds aan de hand van de tekst vaststellen of de pensioenrechtelijke regel enkel op pensioenfondsen, of ook op pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen van toepassing is.

Enkele pensioenrechtelijke uitbestedingsvoorschriften zijn van toepassing op alle pensioenuitvoerders en dus ook op pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen.<sup>1354</sup> Daarnaast moeten pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen hun respectieve Wft-uitbestedingsvoorschriften toepassen.

Zowel pensioenfondsen als premiepensioeninstellingen moeten voldoen aan de prudent person-regel zoals opgenomen in de Pensioenrichtlijn. Voor pensioenfondsen is dit geregeld in de pensioenregelgeving;<sup>1355</sup> voor premiepensioeninstellingen in de Wft.<sup>1356</sup> Pensioenverzekeraars vallen niet onder de Pensioenrichtlijn.<sup>1357</sup> Toch moeten ook zij aan een prudent person-regel voldoen. Deze volgt niet uit de Pensioenrichtlijn, maar uit Solvency II.<sup>1358</sup> Tussen de prudent person-regel uit de Pensioenrichtlijn

---

1351 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 18, p. 17-18 (voor pensioenverzekeraars) en Kamerstukken II, 2008-2009, 31891, nr. 3, p. 48 (voor premiepensioeninstellingen).

1352 Art. 6 Pw. Een uitzondering bestaat bijv. voor premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid (art. 52 Pw). Op de verhouding tussen een pensioenverzekeraar of een premiepensioeninstelling en een werkgever is de Wft daarentegen wél gewoon van toepassing (Kamerstukken II, 2008-2009, 31891, nr. 3, p. 48).

1353 Althans: in de onderlinge verhouding tussen pensioenregelgeving en Wft. Ook bijv. het BW bevat voorschriften ten aanzien van de relatie met de begunstigde.

1354 Het gaat om art. 34 Pw en art. 13 Bupw. Zij zijn immers gericht tot "pensioenuitvoerders". Art. 14 en 15 Bupw zijn daarentegen enkele gericht tot "fondsen".

1355 Art. 135 Pw.

1356 Art. 3:267b, lid 1, Wft.

1357 Art 2, lid 2, sub b, Pensioenrichtlijn.

1358 Art. 132 Solvency II. Deze bepaling is in Nederland geïmplementeerd in art. 3:267h, lid 1, Wft. Deze bepaling is nog niet in werking getreden. Dat hoeft ook niet omdat art. 132 Solvency II eerst per 1 januari 2016 van toepassing zal zijn (art. 309 Solvency II). Toch zijn (pensioen- en andere) verzekeraars nu al gehouden tot naleving van de prudent person-regel. Bij het toezicht op de naleving van de eisen

en die uit Solvency II bestaan tekstuele verschillen, maar vooral overeenkomsten.<sup>1359</sup> Het is daarom maar de vraag of en, zo ja, in hoeverre er ook inhoudelijke verschillen zijn tussen deze prudent person-regels. Dat is temeer de vraag, omdat EIOPA de Europese toezichthouder is voor zowel de pensioen- als de verzekeringssector. De kans op een uiteenlopende uitleg lijkt mij groter wanneer het hier verschillende toezichthouders betref. De kwestie van eventuele verschillen tussen de pensioenrechtelijke en de verzekeringsrechtelijke prudent person-regels laat ik hier verder rusten.

### 7.3 Vordering van een begunstigde bij schending van de prudent person-regel

#### 7.3.1 Inleiding

Een pensioenfonds is verplicht te beleggen conform de prudent person-regel. Voert het het beleggingsbeleid niet zelf uit, dan moet het verzekeren dat de uitvoering door zijn dienstverlener beantwoordt aan de prudent person-regel.

In de literatuur is opvallend weinig aandacht geschonken aan de vraag of een begunstigde een vordering tot schadevergoeding heeft wanneer zijn pensioenfonds de prudent person-regel heeft geschonden. Dit laat zich wellicht verklaren doordat na schending van de prudent person-regel nog maar moet blijken dat de begunstigde schade zal lijden. Zolang het

---

inzake een beheerste en integere bedrijfsvoering, risicomanagement en de technische voorzieningen betreft DNB nu reeds de EIOPA-richtsnoeren met betrekking tot de prudent person-regel (art. 4.1 Beleidsregel toepassing richtsnoeren ESA's Wft). Zie daarover: Van den Hurk 2013, p. 155.

1359 Zo geldt ook voor verzekeraars dat zij moeten beleggen op een wijze waarbij de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd; moeten de activa die tegenover de technische voorzieningen staan, worden belegd op een wijze die strookt met de aard en de looptijd van de verzekeringsverplichtingen; en moeten de activa zodanig worden gediversifieerd dat een bovenmatige afhankelijkheid van een bepaald actief, een bepaalde emittent of groep van ondernemingen, of een bepaalde geografische ruimte en bovenmatige risicoaccumulatie in de portefeuille als geheel worden vermeden. Voorts staat ook voor verzekeraars beleggingsvrijheid voorop (art. 133 Solvency II). Ik wijs er wel nog op dat voor verzekeraars wordt bepaald dat zij moeten beleggen in het belang van alle verzekeringnemers en begunstigden (art. 132, lid 2, 3<sup>e</sup> en 4<sup>e</sup> alinea, Solvency II). Voor een *pensioenverzekeraar* zou dit betekenen dat hij ook rekening moet houden met het belang van de bijdragende onderneming, terwijl een pensioenfonds of een premiepensioeninstelling dat juist niet mag (zie par. 3.5.3). Wellicht heeft men bij het opstellen van Solvency II dit verschil niet onder ogen gezien, en moet de prudent person-regel voor *pensioenverzekeraars* zo worden uitgelegd dat ook zij *uitsluitend* in het belang van de begunstigden beleggen.



pensioenfonds de pensioenen kan blijven uitkeren, is van schade voor de begunstigde immers geen sprake. Een andere mogelijke verklaring hiervoor is dat de begunstigten toch hun allen in hetzelfde schip zitten. Schendt het fonds de prudent person-regel en lijden de begunstigten als gevolg daarvan schade, dan komt de eventuele door het fonds te betalen schadevergoeding uit het pensioenfondsvermogen. Een te betalen schadevergoeding is dus een vestzak-broekzakverhaal of, in andere woorden, een sigaar uit eigen doos. Hooguit kan een cohort van begunstigten proberen “een herverdeling van de sigaren over de doos” te bewerkstelligen door de schade zoveel als mogelijk af te wentelen op de andere cohorten.<sup>1360</sup>

De principiële vraag óf een schending van de prudent person-regel aan de begunstigten een aanspraak geeft op een schadevergoeding, is dus niet beantwoord. Die vraag is niet enkel relevant voor cohorten begunstigten die hun schade willen afwentelen op andere cohorten. Ze is met name relevant wanneer begunstigten *niet* in hetzelfde schip blijken te zitten. Dat is het geval bij begunstigten van een zuivere premiereregeling.

Hierna zal ik steeds onderscheid maken tussen zuivere premiereregelingen en pensioenregelingen die dat niet zijn. Die laatste groep duid ik kortweg aan als “andere pensioenregelingen”.

### 7.3.2 *Pensioenregelingen die geen zuivere premiereregeling zijn*

Bij pensioenregelingen die geen zuivere premiereregeling zijn, ligt het beleggingsrisico bij het pensioenfonds. De toekenning van pensioenaanspraken aan de begunstigde behelst een bepaald resultaat. Ze is een resultaatverbintenis.<sup>1361</sup> Afhankelijk van het type regeling is dat resultaat een bepaald eindkapitaal of een periodieke uitkering van een bepaalde hoogte. Weliswaar is bij de premieovereenkomst met omzetting premie in aanspraak op kapitaal of in aanspraak op uitkering, de *waarde* van dat bepaalde resultaat vooraf niet duidelijk. Dat doet er niet aan af dat het resultaat op zichzelf reeds vast staat, te weten de aanschaf van een kapitaalverzekering of van een periodieke uitkering.

Dit verduidelijkt dat een schending van de prudent person-regel *op zichzelf* niet tot schade leidt. Ook na schending van de prudent person-regel behoudt de begunstigde zijn aanspraak. De prudent person-regel dient bij deze pensioenregelingen om de nakoming van de toegekende (en in de toekomst toe te kennen) pensioenaanspraken te verzekeren. Een

1360 De treffende vergelijking met de sigarendoos ontleen ik aan Maatman & Van der Graaf 2013b, p. 1022-1024.

1361 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I\* 2012, nr. 192; *Parl. Gesch. Boek 6 BW*, p. 264.

schending van die prudent person-regel is nog geen tekortkoming in de nakoming van die verbintenis. Vallen de beleggingsopbrengsten tegen of zijn ze zelfs negatief, dan worden de buffers van het fonds aangesproken. “De gedefinieerde uitkomst van de pensioenregeling geeft in beginsel niet meer recht aan de pensioengerechtigde dan die overeengekomen uitkomst. De financiering is daarbij niet meer dan een hulpmiddel om de gewenste uitkomst te bereiken”.<sup>1362</sup>

De prudent person-regel vervult bij deze pensioenregelingen eenzelfde functie als de veiligheidsvoorschriften aan een passagiersvliegtuig. De voorschriften dienen voor de veiligheid van de passagier. Zolang eventuele tekortkomingen echter niet tot ongelukken leiden, is er geen schade. Evenzo lijdt de begunstigde geen schade zolang zijn aanspraak niet (eventueel als gevolg van schending van de prudent person-regel) wordt aangetast.<sup>1363</sup>

Hierboven stelde ik dat een schending van de prudent person-regel *op zichzelf* niet tot schade leidt. Daarvoor is meer nodig. Zo kan een schending van de prudent person-regel de financiële buffers van het pensioenfonds zodanig aantasten dat het fonds moet overgaan tot verhoging van de pensioenpremies, achterwege laten van indexatie of zelfs korting van de pensioenaanspraken. Daar ga ik in paragrafen 7.3.4 en 7.3.5 op in.

### 7.3.3 Zuivere premiereregelingen

Bij een zuivere premiereregeling ligt het beleggingsrisico wél bij de begunstigde. De toekenning van pensioenaanspraken aan de begunstigde behelst geen bepaald, maar een onbepaald resultaat, namelijk de uitkomst van alle inleggen plus de daarmee behaalde beleggingsrendementen minus kosten. De prudent person-regel heeft hier een geheel andere functie dan bij andere pensioenregelingen.<sup>1364</sup>

---

1362 De Lange 1999, nr. 4.3. Het is ook om die reden dat een begunstigde die het pensioenfonds verlaat (bijv. wegens een overgang van onderneming) geen aanspraak heeft op uitkering van een evenredig deel van de in het fonds opgebouwde “overwaarde” (HR 24 september 1976, NJ 1978, 245, m.nt. Wachter en HR 25 november 1994, NJ 1995, 323, m.nt. Stein (Benschop)). Anders gezegd: de begunstigde heeft geen aandeel in het surplus. Zie ook de verwijzingen in Stein 1995 en Lutjens 1989, hoofdstuk 26, in het bijzonder p. 526-530.

1363 Op dat punt houdt de vergelijking op. Immers, bij het passagiersvliegtuig doet zich het probleem van de vestzak-broekzakverhaal of de sigaar uit eigen doos niet voor. Lijden de passagiers door een ongeluk schade, dan komt de schadevergoeding van de luchtvaartmaatschappij waarin zij (normaal gesproken) geen belangen hebben. Zij betalen niet indirect (mee aan) hun eigen schadevergoeding.

1364 Zo ook: De Lange 1999, nr. 4.2, slot en nr. 4.6.

Bij *andere pensioenregelingen* is de nakoming van de toegekende pensioenaanspraken de verbintenis waartoe het pensioenfonds zich heeft verplicht. De nakoming van die verbintenis is de kernverplichting. De prudent person-regel dient om de nakoming van die verbintenis uit de pensioenovereenkomst te verzekeren.

Bij een *zuivere premiereregeling* is de nakoming van de prudent person-regel *zelf* de kernverplichting. De prudent person-regel fungeert hier als inspanningsverbintenis.<sup>1365</sup> De prudent person-regel is hier niet te vergelijken met de veiligheidseisen aan een vliegtuig. Ze wordt beter vergeleken met de zorgplicht van een opdrachtnemer.<sup>1366</sup>

Een schending van de prudent person-regel laat de pensioenaanspraak bij “andere pensioenregelingen” ongemoeid. Tegenvallende rendementen of een te hoog risiconiveau in de portefeuille komen voor rekening van het pensioenfonds. De aanspraak van de begunstigen blijft ongemoeid (althans, zolang het fonds niet in onderdekking geraakt en de aanspraken kort).

Bij een zuivere premiereregeling daarentegen, zijn de gevolgen van de schending van de prudent person-regel voor de begunstigde. Het is de begunstigde die het teveel aan risico loopt of te weinig rendement krijgt. Een schending van de prudent person-regel kan (en veelal zal)<sup>1367</sup> voor de begunstigde tot een aantasting van zijn pensioenaanspraak leiden.

Bevindt de begunstigde zich reeds in de uitkeringsfase, dan lijdt hij schade en heeft hij recht op schadevergoeding wegens wanprestatie.<sup>1368</sup> Bevindt de begunstigde zich nog in de opbouwfase, dan lijdt hij nog geen schade. Het in het pensioenfonds ingelegde vermogen is immers de eigendom van dat fonds. De begunstigde van een zuivere premiereregeling heeft enkel een (in omvang onbepaalde) verbintenisrechtelijke aanspraak op het fonds. Voor de begunstigde van een zuivere premiereregeling die zich nog in de opbouwfase bevindt, is er op dat moment nog “enkel” sprake van een “papieren” probleem: de omvang van zijn geregistreerde pensioenaanspraak is lager dan waar hij recht op heeft. Hij heeft immers recht op een aanspraak ter grootte van zijn inleg plus het rendement dat bij naleving

1365 Over inspanningsverbintenissen, zie: Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I\* 2012, nr. 192; *Parl. Gesch. Boek 6 BW*, p. 264.

1366 Art. 7:401 BW.

1367 Heeft het fonds de risico's teveel beperkt, dan loopt de begunstigde rendement mis. Heeft het fonds de risico's te weinig beperkt, dan kan dat tot verlies leiden, maar juist ook tot winst. Beide kansen zijn in principe even groot. Zie par. 3.2.1.

1368 Art. 6:74 BW.

van de prudent person-regel zou zijn behaald, terwijl het rendement in werkelijkheid lager uitpakte. Hij heeft in dat geval wel recht op aanpassing van zijn geregistreerde aanspraak. Het gaat dan om een vordering tot nakoming.<sup>1369</sup>

De begunstigde van een zuivere premiereregeling wordt dus “gecompenseerd” na schending van de prudent person-regel, terwijl dat voor de overige begunstigden niet het geval is. Dit verschil in uitkomst oogt op het eerste gezicht opmerkelijk, maar wordt verklaard doordat voor begunstigden van een zuivere premiereregeling het resultaat wél (direct) afhangt van de naleving van de prudent person-regel.

Ongeacht of de begunstigde zich in de opbouwfase of in de uitkeringsfase bevindt, in beide gevallen komt de “compensatie” ten laste van de algemene buffers van het fonds die zijn opgebouwd door de (bijdragen van de) overige begunstigden van het pensioenfonds. Dat wringt. Toch is dit de (meest) rechtvaardige uitkomst. De begunstigden van een zuivere premiereregeling verdienen het niet om met de schade als gevolg van schending van de prudent person-regel te blijven zitten. Zolang de schadevergoeding aan begunstigden van zuivere premiereregelingen uit de financiële buffers kan worden voldaan, worden de aanspraken van de andere begunstigden (althans op papier) niet aangetast.

In werkelijkheid ligt dit iets genuanceerder. Door de uitkering uit de buffers, loopt het fonds de mogelijkheid mis om met dat kapitaal rendement te maken. De pensioenpremies moeten op termijn misschien worden verhoogd. Dat *mogelijke* gevolg rechtvaardigt echter niet dat de begunstigden van een zuivere premiereregeling een vordering tot schadevergoeding wordt ontzegd. Men moet zich goed voor ogen houden dat deze “overige” begunstigden geen aanspraak hebben op een aandeel in de buffers van het fonds. Het fonds is zelf eigenaar van de buffers. Deze “overige” begunstigden hebben (slechts) aanspraak op een (al dan niet toekomstige) uitkering.

In paragraaf 7.3.4 blijkt dat de aanspraken van begunstigden van een zuivere premiereregeling niet altijd “veilig” zijn, als er ook overige begunstigden van een fonds zijn. Geraakt het fonds in onderdekking, dan bestaat wel degelijk de mogelijkheid dat de begunstigden van een zuivere premiereregeling gezamenlijk met de overige begunstigden “het schip ingaan”.

---

1369 Art. 3:296 BW. Hij vordert dan nakoming van de verplichting van het pensioenfonds uit het pensioenreglement om hem een aanspraak toe te kennen conform de zuivere premiereregeling waarin hij deelneemt.

Overigens biedt een algemeen pensioenfonds<sup>1370</sup> de mogelijkheid om alle begunstigden van een zuivere premiereregeling in een aparte collectiviteitskring onder te brengen. Dit voorkomt dat een schadevergoeding aan deze begunstigden ten laste komt van de buffers die door de overige begunstigden zijn opgebouwd.

#### *7.3.4 Verhaal van schade na korting van aanspraken*

Geraakt een pensioenfonds in onderdekking, dan kan het de pensioen-aanspraken van zijn begunstigden korten.<sup>1371</sup> Het pensioenfonds hoeft niet alle begunstigden evenredig te korten. Er moet sprake zijn van een evenwichtige belangenafweging.<sup>1372</sup> Op die grond kan het pensioenfondsbestuur ervoor kiezen om bepaalde cohorten meer of minder te korten.<sup>1373</sup>

##### *7.3.4.1 Ook vordering tot schadevergoeding voor “overige” begunstigden*

Voor de begunstigden van pensioenregelingen die geen zuivere premiereregeling zijn, veranderen de zaken aanzienlijk wanneer het fonds hen in hun pensioenaanspraken kort. In dat geval hebben zij wél een vordering tot schadevergoeding. Door het schenden van de prudent person-regel, pleegt het fonds een onrechtmatige daad jegens zijn “overige” begunstigden. Het fonds handelt immers in strijd met een wettelijke plicht die strekt tot bescherming tegen schade door korting van pensioenaanspraken.<sup>1374</sup> Ook is er via de veroorzaakte onderdekking van het fonds een causaal verband met de schade die de begunstigden lijden.

##### *7.3.4.2 Ook korting van begunstigden van een zuivere premiereregeling*

Tekortkomingen van het fonds in de naleving van de prudent person-regel raken de aanspraken van begunstigden van zuivere premiereregelingen

---

1370 Zie par. 7.2.1.5.

1371 Art. 134 Pw. Er zijn overigens wel voorwaarden gesteld. Het moet gaan om een “uiterste redmiddel” (Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 257).

1372 Art. 105, lid 2, Pw.

1373 Een indicatie van factoren die het pensioenfonds kan meewegen als het niet alle cohorten evenredig wenst te korten, vindt men in: DNB Brief 2013, Bijlage II; Maatman & Van der Graaf 2013b, p. 1021-1022; Thijssen 2013, p. 941; Kok e.a. 2012; Gielink e.a. 2011; Akkermans 2011, p. 10-11. Het pensioenfonds moet er echter voor waken dat een gedifferentieerde korting voor verschillende (leeftijds)cohorten leidt tot een verboden (leeftijds)onderscheid (Heemskerk 2013a, p. 507-508; Jacobs 2007, p. 163).

1374 Art. 6:162 en 6:163 BW.

direct. Zij hebben daarom aanspraak op een “compensatie” die ten laste komt van de algemene buffers van het fonds die zijn opgebouwd door de (bijdragen van de) overige begunstigten van het pensioenfonds. De zaken veranderen wanneer de schending van de prudent person-regel tevens tot onderdekking van het fonds heeft geleid.

In een situatie van onderdekking kan het pensioenfonds de pensioenaanspraken van zijn begunstigten korten.<sup>1375</sup> De wet maakt voor deze bevoegdheid geen onderscheid tussen begunstigten van zuivere premiereregelingen of andere pensioenregelingen. Het pensioenfonds dat in onderdekking verkeert, kan dus ook de begunstigten van een zuivere premiereregeling korten. Het kan dat doen door de begunstigten van een zuivere premiereregeling niet de (volledige) schadevergoeding toe te kennen die zij zouden hebben wanneer het fonds financieel gezond was. Het pensioenfondsbestuur moet echter de belangen van allen die bij het pensioenfonds betrokken zijn, op evenwichtige wijze afwegen.<sup>1376</sup>

Is er sprake van een redelijke belangenafweging als ook de begunstigten van een zuivere premiereregeling worden gekort bij onderdekking van het fonds? Buiten de situatie van onderdekking worden hun aanspraken immers niet geraakt door de schadelijke gevolgen van een schending van de prudent person-regel. Ik meen van wel. Daar staat tegenover dat de pensioenaanspraken van de “overige” begunstigten buiten een situatie van onderdekking evenmin worden geraakt door schending van de prudent person-regel. Bovendien behoren óók de begunstigten van zuivere premiereregelingen tot de solidariteitskring van het fonds. De begunstigten van de andere pensioenregelingen die het fonds uitvoert, hebben de korting net zo min verdient als de begunstigten van een zuivere premiereregeling. Ik meen daarom dat bij een evenwichtige belangenafweging in een situatie van onderdekking hoort dat ook de begunstigten van een zuivere premiereregeling worden gekort.<sup>1377</sup>

---

1375 Art. 134 Pw.

1376 Art. 105, lid 2, Pw.

1377 De situatie ligt wat mij betreft anders, wanneer de onderdekking niet het gevolg is van een schending van de prudent person-regel. De onderdekking is dan het gevolg van een te ambitieuze toekenning van pensioenaanspraken. Men kan ook zeggen dat het fonds een te lage pensioenpremie heeft gevraagd van zijn (“overige”) begunstigten. Dit dekkingstekort staat evenwel los van zuivere premiereregelingen. De dekkingsgraad van een zuivere premiereregeling is uit zijn aard altijd 100%: de waarde van de pensioenverplichtingen zijn per definitie gelijk aan het beschikbare

Daarvoor spreekt ook dat korting van aanspraken de pensioenrechtelijke variant is van een faillissement. Korting is aan de orde wanneer het fonds niet meer aan (al) zijn toekomstige verplichtingen kan voldoen en sanering aan de orde is.<sup>1378</sup> Men zegt wel dat een pensioenfonds niet kan failleren (of niet goed denkbaar is dat dat kan), omdat het pensioenaanspraken kan korten.<sup>1379</sup> Een pensioenverzekeraar zou in die situatie fail-leren.<sup>1380</sup> Zouden de begunstigden van zuivere premiereregelingen niet delen in een korting in het geval van onderdekking van het pensioenfonds, dan zouden zij een bevoorrechte, zelfs separatistenpositie genieten. In een “echte” faillissementssituatie zou dat een doorbreking van de *paritas creditorum* inhouden. Het is al heel wat dat de begunstigden van zuivere premiereregelingen die schade lijden als gevolg van een schending van de prudent person-regel, buiten situaties van onderdekking kunnen profiteren van de buffers die door de overige begunstigden van het fonds zijn opgebouwd. Ik zie geen reden om begunstigden van zuivere premiereregelingen daarenboven in een faillissementachtige situatie een bevoorrechte positie te gunnen ten opzichte van de andere begunstigden van een fonds.

In feite hebben begunstigden van een zuivere premiereregeling een toekenning van pensioenaanspraken onder de (impliciete) voorwaarde dat het fonds niet hoeft te korten. Datzelfde geldt overigens voor de overige begunstigden. De consequentie is enerzijds dat het pensioenfonds dat als gevolg van schending van de prudent person-regel zijn begunstigden van een zuivere premiereregeling kort, ook jegens hen onrechtmatig handelt. De andere consequentie is dat ook de begunstigden van een zuivere premiereregeling een vordering tot schadevergoeding hebben jegens het pensioenfonds ter grootte van het bedrag van hun korting.

---

vermogen. begunstigden van een zuivere premiereregeling dragen niet bij aan buffers; ze profiteren er (in het normale geval) ook niet van. Het is onevenwichtig hen te korten op hun rechten en zo mee te laten betalen wanneer de essentie van het probleem erin ligt dat de “overige” begunstigden te weinig hebben ingelegd.

1378 Kamerstukken II, 1949-1950, 1730, nr. 3, p. 7 en Kamerstukken II, 1950-1951, 1730, nr. 5, p. 19. Het betreft hier de kortingsmogelijkheid opgenomen in art. 7 PSW, de voorloper van de huidige kortingsmogelijkheid in de Pensioenwet. Het faillissementsachtige karakter van de situatie waarin wordt gekort, noemt de wetgever uitdrukkelijker in Kamerstukken II, 2010-2011, 32043, nr. 10, p. 17 en (vooral) 19.

1379 Bijv. Maatman & Steneker 2015a, p. 183; Maatman & Steneker 2009, p. 486; Crauwels 2011, 88.

1380 Zuiderman & Boer-Koeberg 2012, p. 21 die eveneens de relatie leggen met de kortingsmaatregel bij pensioenfonds.

#### 7.3.4.3 De afwikkeling van de vorderingen

Een fonds in onderdekking heeft de mogelijkheid om zijn begunstigden te korten. De wetgever heeft fondsen die mogelijkheid gegeven om zo hun financiën te saneren en weer uit de situatie van onderdekking te geraken.<sup>1381</sup> De toekenning van een (volledige) schadevergoeding aan de gezamenlijke begunstigden ter compensatie van de doorgevoerde korting zou het fonds evenwel onmiddellijk weer in (diezelfde mate van) onderdekking brengen.

Mijns inziens moet het pensioenfondsbestuur een (individueel of collectief) verzoek tot schadevergoeding wegens schending van de prudent person-regel daarom in beginsel afwijzen. Het pensioenfondsbestuur heeft de kortingsmaatregel moeten doorvoeren met inachtneming van een evenwichtige belangenafweging. Het gevolg daarvan moet zijn dat geen enkele groep of cohort onevenwichtig is gekort. Zou het bestuur zulk een vordering toekennen, dan nemen de lasten voor andere cohorten begunstigden toe tot een onevenwichtig niveau. Een verzoek kan wel worden toegewezen als de begunstigde aantoont onevenwichtig door de kortingsmaatregel te zijn getroffen.

Wordt een (individuele of collectieve) vordering tot schadevergoeding wegens schending van de prudent person-regel voor de rechter gebracht, dat moet dat naar mijn mening niet tot een andere uitkomst leiden. Weliswaar moet enerzijds de vordering tot schadevergoeding worden toegewezen, omdat aan alle voorwaarden is voldaan. Anderzijds moet de rechter die over de vordering oordeelt, gebruik maken van zijn matigingsbevoegdheid en de schadevergoeding op nihil vaststellen, omdat de toekenning tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden.<sup>1382</sup> Het onaanvaardbare gevolg is dat de toekenning van de schadevergoeding ertoe leidt dat de evenwichtige belangenafweging wordt doorbroken. De toekenning van de vordering leidt er, anders gezegd, toe dat de andere begunstigden onevenwichtig worden getroffen, omdat de lasten van de schadevergoeding op hen wordt afgewenteld. Natuurlijk geldt ook hier, dat de rechter de vordering wel moet toewijzen voor zover een begunstigde aantoont zelf onevenwichtig te zijn gekort.

---

1381 Kamerstukken II, 2005-2006, 30413, nr. 3, p. 57. Zonder de kortingsmogelijkheid bestaat de kans dat de situatie van onderdekking uitzichtloos is. Het fonds in (ruime) onderdekking zal immers extra voorzichtig moeten beleggen om niet nóg verder weg te zakken. Het loopt daardoor ook de mogelijkheid mis om de extra rendementen te behalen die zo hard nodig zijn om uit de situatie van onderdekking te geraken.

1382 Art. 6:109 BW.



#### 7.3.4.4 De afwikkeling bij een algemeen pensioenfonds

Hierboven ging ik (impliciet) uit van een onderdekkingssituatie bij een “gewoon” pensioenfonds. Bij het in te voeren algemene pensioenfonds liggen de zaken net iets anders. Bij het algemene pensioenfonds wordt het voor pensioenfondsen geldende financiële toetsingskader niet op het fonds als geheel, maar per collectiviteitskring toegepast.<sup>1383</sup> Per collectiviteitskring houdt het fonds een afgescheiden vermogen aan. Het fonds kan per collectiviteitskring financiële buffers opbouwen; er kan per collectiviteitskring een onderdekking ontstaan en het fonds kan per collectiviteitskring pensioenaanspraken korten. De structuur waarbij het fonds voor elke collectiviteitskring een afgescheiden vermogen aanhoudt, verhindert dat begunstigden die schade hebben geleden, die schade kunnen verhalen op een andere collectiviteitskring.<sup>1384</sup> Het verhindert echter niet dat begunstigden met een vordering uit wanprestatie of onrechtmatige daad hun schade verhalen op het “werkkapitaal” van het algemene pensioenfonds. Met het “werkkapitaal” doel ik op het vermogen van het algemeen pensioenfonds, dat niet in een afgescheiden vermogen is ondergebracht, en dat dient om algemene kosten zoals de kosten van huisvesting te dekken. Het is maar de vraag of het aanwezige kapitaal volstaat om eventuele schadevorderingen in verband met een schending van de prudent person-regel te dekken. In dat geval dreigt het faillissement van het algemeen pensioenfonds. Ook dan verhindert de structuur met afgescheiden vermogens dat begunstigden hun schade verhalen op het afgescheiden vermogen van een andere collectiviteitskring.<sup>1385</sup>

#### 7.3.5 *Verhaal van premie- en indexatieschade*

Afhankelijk van de mate waarin de financiële positie van het fonds is aangetast, kan het fonds er ook voor kiezen om de pensioenpremies te verhogen of indexatie van aanspraken achterwege te laten.<sup>1386</sup> Ook is het

---

1383 Art. 125a Pw, zoals dat na invoering van het algemeen pensioenfonds zal gelden (art. I, sub R, Wetsvoorstel algemeen pensioenfonds).

1384 Kamerstukken II, 2014-2015, 34117, nr. 9, p. 13-14. Zie ook: Maatman & Steneker 2015b, p. 56.

1385 De collectiviteitskringen zullen wel meedelen in de boedelkosten (art. 123, lid 5, Pw, zoals dat na invoering van het algemeen pensioenfonds zal gelden. Zie daarvoor art. I, sub R, Wetsvoorstel algemeen pensioenfonds). Zie ook: Maatman & Steneker 2015b, p. 56-57.

1386 In sommige gevallen verplicht de wet om indexering achterwege te laten (art. 137 Pw); in andere gevallen volgt dat uit het pensioenreglement (art. 13 jo art. 25, lid 1, sub f, jo art. 35, lid 1, Pw). Indexatie heet in de wet overigens toeslag.

mogelijk dat indexatie nu nog niet achterwege blijft, maar dat wel het indexatiepotentieel voor de toekomst is aangetast. Er is dan sprake van “toekomstige schade”.<sup>1387</sup> In hoeverre een vordering tot vergoeding van toekomstige schade toewijsbaar is, hangt af van een afweging van goede en kwade kansen.<sup>1388</sup>

Een vordering tot vergoeding van indexatieschade komt naar mijn mening niet in aanmerking voor vergoeding door het fonds. De indexatieschade ontstaat doordat het fonds over onvoldoende vermogen beschikt om tot (volledige) indexatie over te gaan. Het fonds kan op grond van de wet verplicht zijn om indexatie achterwege te laten.<sup>1389</sup> Vergoeding van indexatieschade komt dan effectief neer op het als nog toekennen van indexatie en is daarmee effectief in strijd met de wet. In andere gevallen bepaalt het pensioenreglement dat het fonds niet tot indexatie overgaat. Een besluit om als nog te indexeren is dan in strijd met het pensioenreglement en vernietigbaar.<sup>1390</sup> Het zou het fonds bovendien onmiddellijk in een financiële toestand brengen die voorkomen moest worden door niet te indexeren. Het ligt wel voor de hand dat het fonds inhaalindexaties toekent wanneer de dekkingsgraad voldoende is hersteld. Het fonds is daar echter niet toe verplicht.<sup>1391</sup>

Ook een vordering tot vergoeding van premieschade komt naar mijn mening niet in aanmerking voor vergoeding door het fonds. Het pensioenfondsbestuur is gehouden tot – kort gezegd – een evenredige afweging van de belangen van alle betrokkenen.<sup>1392</sup> Het bestuur van een pensioenfonds waarvan de financiële positie is aangetast, moet de noodzakelijke lasten om het fonds financieel weer gezond te maken dus verdelen over alle groepen van begunstigden. Kort gezegd betekent een premieverhoging dat een deel van de lasten bij de actieve deelnemers terecht komt, en achterwege laten van indexatie dat een ander deel voor rekening van de gepensioneerden komt. Vergoeding van premieschade betekent dan een

---

1387 Art. 6:105 BW.

1388 De rechter kan overigens ook kiezen om de begroting van de schade uit te stellen tot een moment dat daar meer duidelijkheid over bestaat (art. 105, lid 1, BW).

1389 Art. 137 Pw.

1390 Art. 2:15, lid 1, sub c, BW.

1391 De wet voorziet wel in een kleine stimulans om dat toch te doen. Het fonds (dat financieel hersteld is) mag geen premies terugstorten zolang achterwege gebleven indexaties (en kortingen van aanspraken) over de afgelopen tien jaren niet zijn gecompenseerd (art. 129 Pw).

1392 Art. 105, lid 2, Pw.

doorbreking van de evenredige belangenafweging: de lasten worden eenzijdig afgewenteld op de gepensioneerden. De indexatieschade kan immers niet worden verhaald. Geraakt het fonds als nog in onderdekking, dan vertoont de vergoeding van premieschade zelfs paulianeuze trekken.

### 7.3.6 *Verhaal van schade op derden*

Hierboven bleek dat een vordering van een begunstigde tot verhaal van schade die hij lijdt als gevolg van een schending van de prudent person-regel in veel gevallen moet worden afgewezen.<sup>1393</sup> Dat roept de vraag op of de schade kan worden op derden verhaald. Daarbij valt te denken aan de vermogensbeheerder die feitelijk de overtreding heeft gepleegd, en aan pensioenfondsbestuurder(s) die de schending niet hebben voorkomen.

#### 7.3.6.1 *Verhaal van schade op de vermogensbeheerder*

Het pensioenfonds kan proberen de schade die het heeft geleden in verband te verhalen op zijn vermogensbeheerder. De grondslag daarvoor kan liggen in een schending door de vermogensbeheerder van contractuele afspraken of de zorgplicht van een goed vermogensbeheerder.<sup>1394</sup> Recentelijk is discussie ontstaan of een pensioenfonds verplicht is om zulke schade op zijn vermogensbeheerder te verhalen.<sup>1395</sup> Het antwoord luidt bevestigend en is te baseren op de verplichting van het fonds om te beleggen in het belang van de begunstigden.<sup>1396</sup> De beslissruimte van het bestuur wordt ingekaderd door onder meer de kosten en moeite die het verhaal zal vergen in relatie tot de te verwachten opbrengst en de aannemelijkheid dat de vordering zal slagen. Het bestuur moet voor die afweging de nodige beslissruimte worden gegund.<sup>1397</sup>

---

1393 Zie par. 7.3.4 en 7.3.5.

1394 Zie par. 5.8.1 over de zorgplicht van een vermogensbeheerder tegenover het uitbestedende pensioenfonds.

1395 Kamerstukken II, 2013-2014, 32043, nr. 206, p. 9-10. Zie ook Preesman & Van der Westen 2014.

1396 Art. 135, lid 1, sub a, Pw. Zo ook Maatman & Coemans 2007, p. 43. Zie ook Bastian 2007. Voor wat betreft vermogensbeheerders, zie: Cherif & Lemmers 2014, p. 183-184.

1397 Achteraf kan vaak eenvoudig worden bepaald of de beslissing om al of geen verhaalsactie te ondernemen goed uitpakte. Als achteraf blijkt dat een andere beslissing gunstiger had uitgepakt, staat daarmee allerminst vast dat het bestuur onbehoorlijk heeft gehandeld. Het is bovendien niet aan de rechter om op de stoel van het bestuur te gaan zitten. Zie HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360, m.nt. Maeijer; JOR 1997/29 (Staleman/Van de Ven).

Onderneemt het bestuur geen actie tot verhaal op de vermogensbeheerder, dan kan de begunstigde nog zelf proberen zijn schade op de vermogensbeheerder te verhalen. Dit stuit waarschijnlijk af op het leerstuk van de afgeleide schade. Dit leerstuk is ontwikkeld met betrekking tot naamloze en besloten vennootschappen. Het leerstuk houdt in dat indien een derde door wanprestatie of onrechtmatige gedragingen schade aan de vennootschap toebrengt, alleen die vennootschap het recht heeft om van de derde schadevergoeding te vorderen. Aandeelhouders komt in beginsel geen eigen vordering tot schadevergoeding toe. De achterliggende gedachte is dat de schade van de aandeelhouder nauw samenhangt met de waardedaling van zijn aandelen en dat als de schade aan de vennootschap is vergoed, zijn schade eveneens is weggenomen. Het leerstuk voorkomt zo "chaotische verhaalsituaties".<sup>1398</sup> Bovendien hebben de aandeelhouders (gezamenlijk) voldoende mogelijkheden om het bestuur van de vennootschap te nopen als nog de vordering in te stellen.<sup>1399</sup> Een aandeelhouder komt evenwel toch een vordering tot vergoeding van schade toe, wanneer de derde specifiek onzorgvuldig jegens hem heeft gehandeld. Daar is niet gauw sprake van.<sup>1400</sup>

De Hoge Raad heeft dit leerstuk later ook toegepast op een coöperatie.<sup>1401</sup> Door de rechtbank Amsterdam is ze ook toegepast op een beleggingsfonds dat werd gedreven in de vorm van een commanditaire vennootschap.<sup>1402</sup> Ik zie onvoldoende reden om het leerstuk niet ook op pensioenfondsen

---

1398 De chaos dreigt te ontstaan wanneer sommige aandeelhouders reeds hun schade vergoed kregen en daarna ook de vennootschap vergoeding vordert (en krijgt toegewezen). De schade van de gezamenlijke aandeelhouders valt samen met de schade van de vennootschap. Als sommige aandeelhouders reeds een schadevergoeding ontvingen, dreigt de tot schadevergoeding gehouden partij dubbel te moeten betalen. Het is ook geen oplossing om de schadevergoeding die aan de aandeelhouders is uitgekeerd in mindering te brengen op de schadevergoeding die aan de vennootschap moet worden betaald. Voor zover een schadevergoeding aan de vennootschap wordt uitgekeerd, komt ze ten goede aan alle aandeelhouders, omdat de waarde van alle aandelen stijgt. De aandeelhouders die reeds een schadevergoeding ontvingen, worden dus te veel gecompenseerd; de aandeelhouders die nog geen schadevergoeding ontvingen, komen tekort.

1399 HR 2 december 1994, NJ 1995, 288, m.nt. Maeijer (Poot/ABP).

1400 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 213-216. Het deed zich wel voor in de zaak HR 20 juni 2008, NJ 2009, 21; JOR 2008/260, m.nt. Borrius (Willemsen/NOM) waar een bestuurder, in strijd met een statutaire verplichting, geen goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders had gevraagd om een faillissement aan te vragen. Die bepaling was specifiek opgenomen ter bescherming van een minderheidsaandeelhouder die tevens een belangrijke crediteur van de vennootschap was.

1401 HR 13 oktober 2000, NJ 2000, 699 m.nt. Maeijer (Heino Krause).

1402 Rb Amsterdam 13 augustus 2008, JOR 2008/277, m.nt. 't Hart (NovaCap Floralis Termijfonds).

toe te passen. Voor deelnemers in zuivere premiereregelingen is dat het duidelijkst. Hun pensioenresultaat hangt direct samen met het beleggingssucces van het pensioenfonds. De vergelijking met de schade van een aandeelhouder, lid van een coöperatie of deelnemer in een beleggingsfonds gaat mijns inziens goed op. Voor deelnemers in andere pensioenregelingen is dit minder duidelijk. Hun schade hangt niet direct samen met het beleggingssucces van het fonds. Immers, zolang het fonds over voldoende buffers beschikt, treedt er geen korting- en mogelijk zelfs geen indexatieschade op. Niettemin, de ratio dat de schade van de aandeelhouder is weggenomen wanneer de schade aan de vennootschap is vergoed, gaat ook in hun geval op. Voor zover deelnemers aan andere pensioenregelingen schade leiden door het handelen van de vermogensbeheerder van hun pensioenfonds, wordt hun schade weggenomen wanneer de vermogensbeheerder de schade aan het pensioenfonds vergoedt. Bovendien biedt het pensioenrecht de begunstigen de mogelijkheden om het pensioenfondsbestuur te nopen als nog een vordering tot schadevergoeding in te stellen.

Zij kunnen dat niet direct, maar moeten dat in alle gevallen via hun vertegenwoordigers in het pensioenfonds bewerkstelligen.<sup>1403</sup> Zo kunnen hun vertegenwoordigers in het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan<sup>1404</sup> gebruik maken van hun enquêterecht. Het niet-verhalen van schade op de vermogensbeheerder wanneer daar wel goede mogelijkheden voor zijn, kan naar mijn mening voldoende grond zijn om te twijfelen aan een juist beleid.<sup>1405</sup> Is er sprake van een verantwoordingsorgaan, dan kan dat orgaan (ongevraagd) advies geven over het verhaal van de schade en, als dat advies niet wordt gevolgd, beroep instellen bij de Ondernemingskamer.<sup>1406</sup>

Ik teken hierbij aan dat met name gewezen deelnemers gewoonlijk slecht zijn vertegenwoordigd in de organen van het pensioenfonds. Als de schade vooral op hen wordt afgewenteld, voelt het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan mogelijk niet dezelfde prikkel tot actie als wanneer de schade ook in belangrijke mate bij de actieve deelnemers terecht komt. Toch vind ik dat onvoldoende reden om hen wel een vordering te gunnen, waar de actieve deelnemers vanwege het leerstuk van

---

1403 Dat is niet wezenlijk anders dan bij een vennootschap, waar de aandeelhouders veelal de vennootschapsrechtelijke bevoegdheden van de algemene vergadering gebruiken.

1404 Zie over het verantwoordings- en het belanghebbendenorgaan par. 7.5.2.

1405 Art. 219 Pw. Zie verder par. 7.5.6.

1406 Art. 115c, lid 1 jo. art. 217, lid 1, Pw. Zie verder par. 7.5.4.

de afgeleide schade een vordering wordt onthouden. “Chaotische verhaalsituaties”<sup>1407</sup> dreigen dan als nog. Het is wel een argument om deze tekortkoming in het pensioenrecht te repareren.

### 7.3.6.2 Verhaal van schade op pensioenfondsbestuurders

Het is mogelijk dat naast of in plaats van de vermogensbeheerder, een verwijt valt te maken aan een of meer pensioenfondsbestuurders. De redenering is dan dat zij onvoldoende toezicht op of aansturing aan de vermogensbeheerder hebben gegeven dan wel waardoor de schending van de prudent person-regel kon plaatsvinden. Een dergelijk verwijt treft in beginsel het gehele bestuur: naar Nederlands recht geldt het beginsel van collegiaal bestuur.<sup>1408</sup> Komt vast te staan dat het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld, dan is in principe het voltallige bestuur hoofdelijk aansprakelijk jegens het pensioenfonds voor de veroorzaakte schade. Een interne taakverdeling kan er evenwel toe leiden dat individuele bestuurders toch de aansprakelijkheidsdans ontspringen. Daaraan worden echter hoge eisen gesteld. De individuele bestuurder moet, mede gelet op de interne taakverdeling, geen ernstig verwijt treffen ten aanzien van het onbehoorlijke bestuur én hij mag niet nalatig zijn geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen ervan af te wenden.<sup>1409</sup>

De eerste vraag is echter of het bestuur aansprakelijk is te houden voor onbehoorlijke taakvervulling. Ook daaraan worden hoge eisen gesteld. De aangesproken (pensioenfonds)bestuurder moet persoonlijk een ernstig verwijt treffen.<sup>1410</sup> De ratio achter deze hoge aansprakelijkheidsdrempel is dat bestuurders zich niet in overwegende mate moeten laten leiden door defensieve overwegingen.<sup>1411</sup> Zij moeten geen “bange bestuurders” worden.<sup>1412</sup> Achteraf is goed te bepalen welke beslissingen gunstig(er) uitpakten. Het bestuur beschikt echter niet over een glazen bol. Hem

---

1407 Zie voetnoot 1404.

1408 Zie bijv. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 417.

1409 Art. 2:9 BW. Zie ook. Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 445.

1410 Art. 2:9 BW en HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360, m.nt. Maeijer; JOR 1997/29 (Staleman/Van de Ven).

1411 De Hoge Raad overwoog dit in een casus waarin een bestuurder niet door de vennootschap, maar door een aandeelhouder werd aangesproken (HR 20 juni 2008, NJ 2009, 21; JOR 2008/260, m.nt. Borrius (Willemsen/NOM)). De ernstig-verwijtdrempel is oorspronkelijk geschreven voor situaties waarin het de vennootschap is die de bestuurder aanspreekt. De ratio is daar net zo toepasbaar.

1412 Kroeze 2005.

moet daarom de nodige beslisruimte worden gelaten. Van belang is wel dat het bestuur zijn beslissing kan verantwoorden.

Zou een of meer bestuurders een persoonlijk ernstig verwijt treffen, dan is het nog maar de vraag of (de overige leden van) het bestuur overgaan tot het instellen van een vordering tot schadevergoeding. Het aanspreken van een collega-bestuurder kent niet alleen juridisch, maar ook psychologisch een hoge drempel. Bovendien riskeren de collega-bestuurders dat op grond van de collegialiteit van het bestuur, het aan de collega-bestuurder te maken verwijt ook hen treft.

De mogelijkheden voor begunstigden om (voormalige) pensioenfondsbestuurders aan te spreken wanneer het pensioenfonds dit nalaat, zijn uiterst beperkt. Zij stuiten ook bij het aansprakelijk stellen van bestuurders op het leerstuk van de afgeleide schade.<sup>1413</sup> Voor de toepassing van dit leerstuk maakt het niet uit of de schade toebrennende partij de (voormalige) bestuurder is van een rechtspersoon.<sup>1414</sup> Zij zullen moeten aantonen dat de bestuurder specifiek onzorgvuldig jegens hen heeft gehandeld.

In vennootschapsrechtelijke verhoudingen heeft de Hoge Raad geoordeeld dat wanneer een bestuurder zijn taak jegens de vennootschap onbehoorlijk heeft vervuld, daarmee nog niet vaststaat dat hij specifiek onzorgvuldig heeft gehandeld jegens een aandeelhouder. Daarvoor zijn aanvullende omstandigheden nodig, zoals het opzet om de aandeelhouder te benadelen.<sup>1415</sup>

Deze jurisprudentiële lijn is naar mijn mening door te trekken naar de situatie dat de begunstigde van een pensioenfonds de pensioenfondsbestuurder aanspreekt uit onrechtmatige daad. Hiervoor betoogde ik al dat de positie van de begunstigden van een pensioenfonds voldoende overeenkomt met die van een aandeelhouder van een vennootschap zodat het leerstuk van de afgeleide schade ook op hen moet worden toegepast.<sup>1416</sup> Daaruit volgt eveneens dat ook een begunstigde niet kan volstaan met aan te tonen dat de bestuurder zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld. Hij moet aanvullende omstandigheden aantonen, zoals het opzet om de begunstigde(n) te benadelen. Die situatie zal zich in pensioenrechtelijke verhoudingen niet vaak voordoen.

---

1413 Zie par. 7.3.6.1.

1414 HR 2 december 1994, NJ 1995, 288, m.nt. Maeijer (Poot/ABP) en HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256; JOR 2007/112 (Tuin Beheer/Houthoff).

1415 HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256; JOR 2007/112 (Tuin Beheer/Houthoff).

1416 Par. 7.3.6.1.

### 7.3.7 Bewijsmiddelen

Een individuele begunstigde die schade wil verhalen, zal in de regel niet over de benodigde informatie beschikken om aan te tonen dat zijn pensioenfonds de prudent person-regel heeft geschonden.<sup>1417</sup> Weliswaar is het pensioenfonds verplicht om op verzoek de voor hem relevante informatie over beleggingen te verstrekken.<sup>1418</sup> In de literatuur is verdedigd dat het pensioenfonds zich daarbij kan beperken tot het verstrekken van de verklaring inzake de beleggingsbeginselen.<sup>1419</sup> Zulke verklaringen bevatten geen informatie over de concrete invulling van het beleggingsbeleid, zodat de begunstigde hier weinig mee opschiet. Ik meen dat uit de tekst van het Bupw niet volgt dat het pensioenfonds zich kan beperken tot het verstrekken van de verklaring inzake de beleggingsbeginselen.

## 7.4 Vordering van begunstigde of cliënt bij schending van de uitbestedingsregels

De uitbestedingsregels dienen ter bescherming van de belangen van de begunstigten van het pensioenfonds dan wel de cliënten van de financiële onderneming. Uitbesteding doet (daarom) geen afbreuk aan de rechten van de begunstigde van het pensioenfonds of de rechten van de cliënt van een financiële onderneming. De begunstigde van een pensioenfonds behoudt zijn recht op pensioenuitkeringen en de cliënt op (bijvoorbeeld) een correcte uitvoering van zijn betaalopdracht.

### 7.4.1 Algemeen

Uitbesteding kan wel afbreuk doen aan de *nakoming* van die rechten. Zo kan zich met een betaaldienstverlener de volgende casus voordoen.

Een bank heeft de verwerking van betaalopdrachten uitbesteed aan een IT-dienstverlener. Bij die uitbesteding is geen due diligence gevoerd. De dienstverlener heeft scherp geoffreerd, maar heeft geen enkele ervaring met dienstverlening in de financiële sector. Een cliënt van de uitbestedende bank geeft zijn bank-betalinstelling een betaalopdracht. De betaalopdracht wordt door een fout van de dienstverlener niet uitgevoerd.

---

1417 Zie ook Kuiper & Lutjens 2011a, p. 12.

1418 Art. 46, lid 1, sub d, Pw.

1419 Kuiper & Lutjens 2011a, p. 12.



De cliënt lijdt schade, omdat hij niet tijdig aan zijn betalingsverplichtingen voldoet.

Deze cliënt komen allereerst rechtsovereenkomsten toe in verband met de niet-nakoming van zijn overeenkomst met de bank. Hij kan om te beginnen een vordering tot nakoming instellen.<sup>1420</sup> Leidt hij door de tekortkoming schade, dan kan hij een vordering tot schadevergoeding baseren op wanprestatie.<sup>1421</sup>

Voor de vordering op grond van wanprestatie is het niet relevant dat de bank een derde heeft ingeschakeld. Wie een "hulppersoon" inschakelt voor de uitvoering van zijn verbintenissen, is voor de gedragingen van die hulppersoon op gelijke wijze aansprakelijk als voor zijn eigen gedragingen.<sup>1422</sup>

Weliswaar is deze aansprakelijkheid voor hulppersonen van regulerend recht, niet van dwingend recht. De bank of een andere financiële onderneming of pensioenfonds kan van deze regeling echter *niet* afwijken. Zou een financiële onderneming of pensioenfonds aansprakelijkheid voor hulppersonen ten opzichte van deze regel beperken, dan doet dat immers afbreuk aan de rechten van de cliënt of begunstigde.<sup>1423</sup>

De cliënt komt ook een vordering uit onrechtmatige daad toe.<sup>1424</sup> De bank moet bij de uitbesteding zorgvuldigheid betrachten. De uitbestedingsregels dienen er immers toe de cliënt te beschermen in zijn rechten tegenover de uitbestedende bank. Een schending van die zorgvuldigheid is daarom onrechtmatig jegens die cliënt. De casus veronderstelde al dat de cliënt schade leed als gevolg van een tekortkoming van de dienstverlener. Het kan vervolgens in het midden blijven welke onvoorzichtigheid van de uitbesteder de tekortkoming van de dienstverlener heeft veroorzaakt. Misschien was het het ontbreken van een due diligence, het achterwege

1420 Art. 3:296 BW.

1421 Art. 6:74 BW.

1422 Art. 6:76 BW. In deze bepaling wordt niet gesproken van een "derde" of "dienstverlener", maar van een "hulppersoon". De dienstverlener is evenwel een hulppersoon.

1423 Dat is in strijd met de ratio van de uitbestedingsregels (zie par. 2.4). Het is voor beleggingsondernemingen uitdrukkelijk in strijd met art. 38d, lid 1, sub b, Bgfo. Dit betekent niet dat hij *volledig* aansprakelijk moet zijn voor de gedragingen van zijn dienstverlener. Hij mag naar mijn mening zijn aansprakelijkheid voor hulppersonen *niet verdergaand* beperken dan zijn aansprakelijkheid voor eigen gedragingen. Zou hij dat wel doen, dan zou een uitbesteding namelijk betekenen dat hij zijn cliënten in hun rechten beperkt.

1424 Art. 6:162 BW.

laten van een aanwijzing of het ontbreken van voldoende andere beheersingsmiddelen. Als vast staat dat de dienstverlener tekort is geschoten en de cliënt daardoor schade lijdt, dan blijkt reeds daaruit al dat de uitbesteder onvoldoende voorzichtigheid heeft betracht.

In principe doet (een gebrekkige) uitbesteding door een financiële onderneming of pensioenfonds dus geen afbreuk aan de (rechts)positie van de cliënt of de begunstigde. De cliënt of begunstigde heeft er geen boodschap aan wanneer de financiële onderneming of het pensioenfonds voor de nakoming van zijn verplichtingen mede vertrouwt op het werk van derden. Het maakt daarvoor niet uit of er in een uitbestedingsketen sprake is van “een cascade-proces” waarbij elke volgende schakel in de keten een smaller begrip van (uitbestedings)risico hanteert:<sup>1425</sup> het fonds of de financiële onderneming blijft volledig aansprakelijk voor de nakoming van de verplichtingen jegens begunstigde of cliënt. Mogelijk komen in de uitbestedingsketen schakels voor die (te) vergaand zijn geëxonereerd. Het gevolg daarvan kan zijn dat ergens in de keten schade niet geheel wordt vergoed en de financiële onderneming of het pensioenfonds met die schade blijft zitten.<sup>1426</sup> Voor de cliënt of begunstigde is dit evenmin relevant. Hij behoudt zijn recht op nakoming door het fonds of de financiële onderneming van de met hem overeengekomen verbintenissen.<sup>1427</sup>

Het is evenwel mogelijk dat de financiële onderneming met wie de cliënt heeft gecontracteerd, faillieert. In dat geval wordt de positie van de cliënt wél geraakt. Die situatie vormt wel een mogelijke bedreiging van de positie van de cliënt. Hij heeft immers een overeenkomst met de (inmiddels gefailleerde) financiële onderneming, niet met diens dienstverlener. De gefailleerde financiële onderneming zal echter niet meer presteren en de boedel zal nauwelijks verhaal bieden.

Mogelijk biedt in deze situatie de “uitschakelbepaling” van art. 7:420 BW een oplossing. Dit artikel regelt – kort gezegd – dat een lastgever (cliënt) de “voor overgang vatbare” rechten die zijn lasthebber (de financiële onderneming) op derden (de dienstverlener) heeft, op zich kan laten overgaan, wanneer de lasthebber niet nakomt of faillieert.<sup>1428</sup> Een van de

---

1425 Zie (met betrekking tot pensioenfondsen): Commissie Frijns 2010, p. 45.

1426 Zie Kortmann & Maatman 2005, p. 317.

1427 Zie par. 2.3.2.

1428 De formulering in art. 7:420, lid 1, BW is: “Indien een lasthebber die in eigen naam een overeenkomst heeft gesloten met een derde, zijn verplichtingen jegens de lastgever niet nakomt, in staat van faillissement geraakt of indien ten aanzien van hem de schuldsaneringsregeling natuurlijke personen van toepassing wordt ver-

vragen rondom de toepassing van deze bevoegdheid, is wat onder “voor overgang vatbare rechten” moet worden verstaan.<sup>1429</sup> Niettemin lijkt in het hierboven genoemde voorbeeld van de betaalopdracht, een overgang op de cliënt van het recht van de bank-betalinstelling op uitvoering van de betaalopdracht mogelijk. Dat lijkt mij daarentegen niet zo in het geval van een cliënt die deelneemt in een beleggingsinstelling, waarvan de beheerder een deel van het portefeuillebeheer heeft uitbesteed. De collectieve aard van de deelnemingsrelatie verzet zich er naar mijn mening tegen dat de cliënt een geïndividualiseerd deel van het recht op portefeuillebeheer “naar zich toetrekt”.

Een pensioenfonds kan (praktisch) niet failleren, omdat het de aanspraken van zijn begunstigden kan korten. Een pensioenfonds kan wel niet-nakomen jegens zijn begunstigden. Zo is het mogelijk dat het pensioenfonds bij het vermogensbeheer door fouten in de uitbestedingsketen schade lijdt en in een dekkingstekort geraakt, en dat schadeverhaal onvoldoende oplevert om het tekort te delgen. Ook in dat geval biedt de “uitschakelbepaling” van art. 7:420 BW naar mijn mening geen soelaas. Ook hier verzet de collectieve aard van de relatie met het (pensioen)fonds zich ertegen dat de begunstigde een geïndividualiseerd deel van de rechten van het pensioenfonds “naar zich toetrekt”.<sup>1430</sup> Het fonds rest dan weinig anders dan de begunstigden in hun aanspraken te korten.

#### 7.4.2 Bij uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen

De situatie ligt lastiger wanneer het gaat om uitbesteding van het vermogensbeheer door pensioenfondsen.<sup>1431</sup> Ik ga uit van de volgende casus.

Een pensioenfonds voert zowel zuivere premiereregelingen als “defined benefit”-regelingen uit. Het heeft het beheer van zijn volledige

---

klaard, kan de lastgever de voor overgang vatbare rechten van de lasthebber jegens de derde door een schriftelijke verklaring aan hen beiden op zich doen overgaan, behoudens voor zover zij in de onderlinge verhouding tussen lastgever en lasthebber aan deze laatste toekomen”.

1429 Zie verder Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014, nr. 266.

1430 Terecht merkt Maatman nog op dat het ook maar de vraag is of de begunstigde wel als lastgever kan gelden (Maatman 2004a, p. 129, voetnoot 76). Het is immers de werkgever die de uitvoeringsovereenkomst met het pensioenfonds sluit (art. 23 Pw).

1431 In deze subparagraaf ga ik enkel in op de situatie bij uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen. Heeft een pensioenfonds bijvoorbeeld de pensioenadministratie uitbesteedt en worden er fouten gemaakt in de registratie van de pensioenaanspraken van een begunstigde, dan geldt hetgeen ik in de vorige subparagraaf schreef.

portefeuille uitbesteed aan één vermogensbeheerder. Het heeft de vermogensbeheerder een te ruim mandaat meegegeven. Het fonds is sterk vergrijsd, maar de vermogensbeheerder mag actief beleggen. De risicobegrenzingsen zijn zo ruim geformuleerd dat ze voor het beleggingsrisico geen reële begrenzing vormen. De samenstelling van de portefeuille vormt een schending van de prudent person-regel. In scenario A heeft het fonds voldoende buffers om de pensioenen niet te hoeven korten. In scenario B geraakt het fonds in onderdekking en moet het wel de pensioenen van zijn begunstigden korten.

De begunstigden staan in een verbintenisrechtelijke verhouding tot het pensioenfonds. Voor zover hun rechten uit het pensioenreglement niet worden nagekomen, kunnen zij nakoming en eventueel schadevergoeding vorderen. In paragraaf 7.3 ging ik in op de afwikkeling van vorderingen tot schadevergoeding wegens schending van de prudent person-regel. In het beschreven scenario A komt enkel de begunstigden van een zuivere premiereregeling een vordering tot schadevergoeding toe. In het beschreven scenario B delen alle begunstigden in het tekort en komt niemand een vordering tot schadevergoeding (jegens het fonds) toe.

Evenals de cliënt van een financiële onderneming, komt ook de begunstigde van een pensioenfonds een vordering uit onrechtmatige daad toe. Het helpt de begunstigde evenwel niet verder. De uitbestedingsregels werken weliswaar relatief: ze strekken tot bescherming tegen schade die de begunstigde als gevolg van de onzorgvuldige uitbesteding lijdt. De uitbestedingsregels strekken echter niet tot bescherming tegen *alle* schade die begunstigden lijden als gevolg van de onzorgvuldige uitbesteding, zodat ook niet alle schade voor vergoeding in aanmerking komt.

De uitbestedingsregels strekken er immers toe de begunstigden tegenover het pensioenfonds te beschermen in zijn rechten uit het pensioenreglement. Voor een begunstigde van een zuivere premiereregeling gaat het om een recht op een bepaalde uitkering; voor een begunstigde van een zuivere premiereregeling gaat het om een recht op een rendement dat past bij een beleggingsbeleid dat wordt gevoerd in overeenstemming met de prudent person-regel. Die rechten hebben echter een voorwaardelijk karakter: in een situatie van dekkingstekort kunnen ze worden gekort. Die voorwaardelijkheid geldt voor alle begunstigden van het fonds. Het is in dit voorwaardelijke recht dat de begunstigden worden beschermd. Probeert een

begunstigde tevens zijn schade als gevolg van de korting van pensioen-aanspraken te verhalen, dan moet die vordering in zoverre worden afge-  
wezen.

## **7.5 Institutionele invloed binnen pensioenfondsen**

### *7.5.1 Inleiding*

De positie van een begunstigde tegenover zijn pensioenfonds is beduidend anders dan die van een cliënt tegenover een financiële onderneming. Stemt de dienstverlening van de onderneming niet tevreden, dan kan de cliënt overstappen naar een andere onderneming. Die mogelijkheid bestaat voor begunstigden van een pensioenfonds gewoonlijk niet. In de pensioensector is er veelal sprake van verplichte deelname. De begunstigde zit “vast” in het fonds.<sup>1432</sup>

De naleving van wettelijke en contractuele verplichtingen is voor begunstigden evenwel van minstens zo groot belang als voor cliënten van financiële ondernemingen. Voor hen gaat het om (een deel van) hun levensonderhoud na pensionering, niet om bijvoorbeeld de tijdige uitvoering van een betaalopdracht. Anders dan cliënten van financiële ondernemingen, kunnen begunstigden echter ook invloed uitoefenen op het beleid en de gang van zaken binnen het pensioenfonds. Hierna onderzoek ik welke mogelijkheden begunstigden hebben om langs deze institutionele weg de naleving van de uitbestedingsregels en de prudent person-regel te verzekeren. Eerst ga ik in hoofdlijnen in op de wijzen waarop het fonds zijn “governance” kan inrichten.<sup>1433</sup> Daarna ga ik in op de wijzen waarop begunstigden concreet hun institutionele invloed kunnen doen gelden.

---

1432 Strikt genomen kan hij wel weg bij zijn pensioenfonds, maar daarvoor moet hij zijn baan opzeggen en niet aan de slag gaan bij een andere onderneming die de pensioenregeling bij hetzelfde pensioenfonds heeft ondergebracht. Zeker wanneer deelneming aan een pensioenregeling voor een gehele bedrijfstak is verplicht gesteld, is dat erg bezwaarlijk.

1433 “Governance” of “pension fund governance” wordt gewoonlijk vertaald als “goed pensioenfondsbestuur”. Het ziet echter op meer dan enkel het functioneren van het pensioenfondsbestuur. Het betreft ook de medezeggenschap van belanghebbenden en het (interne) toezicht op het bestuur.

### 7.5.2 De bestuursmodellen

Pensioenfondsen kunnen voor hun “governance” kiezen uit drie bestuursmodellen: 1) het paritaire bestuursmodel, 2) het onafhankelijke bestuursmodel en 3) het gemengde bestuursmodel. Het laatste model wordt onderverdeeld in eveneens drie modellen: 3a) het paritair gemengde bestuursmodel, 3b) het onafhankelijk gemengde bestuursmodel en 3c) het omgekeerd gemengde bestuursmodel. De inrichting van het bestuursmodel draait steeds om de elementen a) bestuur van het fonds, b) inspraak van belanghebbenden en c) intern toezicht op het bestuur.

De bestuurssamenstelling is paritair, onafhankelijk of gemengd.<sup>1434</sup> In een paritair bestuur zijn werknemers, werkgevers en pensioengerechtigden (in beginsel) evenredig vertegenwoordigd in het bestuur. In een onafhankelijk bestuur zijn de bestuurders geen vertegenwoordigers van een eigen achterban: ze zijn onafhankelijk. De wetgever wilde met dit model mogelijk maken dat meer deskundigen als bestuurder worden benoemd.<sup>1435</sup>

In deze “ongemengde” bestuursmodellen krijgt het interne toezicht vorm als een raad van toezicht of als een visitatiecommissie. De leden van een raad van toezicht of een visitatiecommissie zijn altijd onafhankelijk.<sup>1436</sup>

Het gemengde bestuur staat beter bekend als een “one tier board”. In een “ongemengd” bestuur vormen bestuur en intern toezicht gescheiden organen.<sup>1437</sup> In een gemengd bestuursmodel vormen zij echter samen één orgaan: het bestuur. De leden van dat orgaan worden onderverdeeld in uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Daarbij hebben de uitvoerende bestuurders de rol van “klassieke” bestuurders. De niet-uitvoerende bestuurders vormen het interne toezicht.<sup>1438</sup>

In het paritair gemengde bestuursmodel zijn de uitvoerende bestuurders vertegenwoordigers van een achterban en zijn de niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk. In het omgekeerd gemengde bestuursmodel is dat precies andersom: de uitvoerende bestuurders zijn onafhankelijk, de

---

1434 Art. 100, Pw. De statuten hoeven niet te voorzien in stemgerechtigde vertegenwoordigers voor andere groepen begunstigen, al mag dat wel (art. 100, lid 4, Pw).

1435 Kamerstukken II, 2011-20122, 33182, nr. 3, p. 3.

1436 Art. 104, lid 1, Wft.

1437 Strikt genomen is een visitatiecommissie overigens geen orgaan van het fonds. Het betreft in feite ingehuurde, externe deskundigen. Aan dit gegeven ga ik verder voorbij.

1438 Art. 103, lid 3, Pw.

niet-uitvoerende bestuurders zijn vertegenwoordigers van een achterban. In het onafhankelijk gemengde bestuursmodel zijn zowel de uitvoerende als de niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk.

Als inspraakorgaan kent elk pensioenfonds een verantwoordingsorgaan of een belanghebbendenorgaan. Bij een pensioenfonds met een paritair, paritair gemengd of omgekeerd gemengd bestuursmodel gaat het om een verantwoordingsorgaan. In een verantwoordingsorgaan zitten vertegenwoordigers van werknemers en van pensioengerechtigden, en soms ook van werkgevers of gewezen deelnemers.<sup>1439</sup>

Het inspraakorgaan bij een pensioenfonds met een onafhankelijk of een onafhankelijk gemengd bestuursmodel heet het belanghebbendenorgaan. In deze twee bestuursmodellen zijn de achterbannen noch in het bestuur, noch in het interne toezicht vertegenwoordigd. De vertegenwoordiging loopt uitsluitend via het belanghebbendenorgaan. De samenstelling van het belanghebbendenorgaan moet dan ook voldoen aan dezelfde eisen als de samenstelling van een paritair bestuur.<sup>1440</sup> Alle belanghebbenden zijn dus (in beginsel) evenredig vertegenwoordigd.<sup>1441</sup> Ook beschikt het belanghebbendenorgaan over meer bevoegdheden dan het verantwoordingsorgaan.

### *7.5.3 Vertegenwoordiging in het bestuur*

De meest directe invloed die begunstigen<sup>1442</sup> op de koers van het pensioenfonds kunnen hebben, bestaat alleen bij de paritaire bestuursmodellen. Zij loopt via de vertegenwoordiging in het bestuur. Het bestuur bestuurt.<sup>1443</sup> Wie (be)stuurt, bepaalt mede de koers. Dat is voor een pensioenfonds, ongeacht zijn rechtsvorm,<sup>1444</sup> niet anders. Wat die bestuurstaak inhoudt, is in het Burgerlijk Wetboek niet duidelijk omschreven. Algemeen

1439 Art. 115, lid 2 en 3, Pw.

1440 Art. 115b, lid 2, Pw.

1441 Zie niettemin voetnoot 1442.

1442 De wetgever schrijft hier over “belanghebbenden” en besteedt met name aandacht aan de vertegenwoordigers van werknemers en van pensioengerechtigden. De statuten hoeven niet te voorzien in stemgerechtigde vertegenwoordigers voor andere groepen begunstigen. Voorzien de statuten daar wel in, dan worden die vertegenwoordigers gelijkgesteld met vertegenwoordigers van pensioengerechtigden (art. 100-102 Pw).

1443 Zie art. 2:291, lid 1 BW (voor de stichting). Zie verder art. 2:44, lid 1 BW (vereniging), 2:129, lid 1 BW (NV) en 2:239, lid 1 (BV).

1444 De meeste pensioenfondsen hebben de rechtsvorm van de stichting. Enkele zijn als vereniging vormgegeven. Zie bijv. Blom 2013, p. 779.

wordt aangenomen dat “besturen” alles omvat dat nodig is om de rechtspersoon, gezien de doelstelling en activiteiten, in het maatschappelijk verkeer te doen functioneren.<sup>1445</sup> Het is daarmee ook de verantwoordelijkheid van het bestuur om uitvoering te geven aan de taakstelling van het pensioenfonds.<sup>1446</sup> Tot de bestuurstaak behoren dan ook in ieder geval de vaststelling van het beleggingsbeleid, het besluit tot uitbesteding of de beëindiging daarvan, de interne voorbereiding op de uitbesteding en de aansturing van de dienstverlener.<sup>1447</sup>

Overigens zijn de mogelijkheden voor begunstigden om “hun” vertegenwoordigers in het bestuur te “ontslaan” tamelijk beperkt. De statuten van het fonds moeten een ontslagregeling bevatten.<sup>1448</sup> Naar de Code pensioenfonds<sup>1449</sup> wordt een bestuurder ontslagen door het bestuur. De Code stelt geen verdere eisen dan dat vooraf de raad van toezicht of het niet uitvoerende deel van het bestuur wordt gehoord. De statuten mogen natuurlijk wel een verdergaande regeling bevatten.

#### 7.5.4 Adviesrechten

Het verantwoordingsorgaan en het belanghebbendenorgaan hebben een adviesrecht ten aanzien van een aantal onderwerpen. De adviesrechten van het belanghebbendenorgaan gaan verder dan die van het verantwoordingsorgaan. De verklaring voor dit verschil ligt erin dat een belanghebbendenorgaan wordt ingesteld bij een onafhankelijk bestuursmodel en een onafhankelijk gemengd bestuursmodel. In deze bestuursmodellen zijn de begunstigden noch in het bestuur, noch in het interne toezicht vertegenwoordigd. De invloed van de begunstigden loopt uitsluitend via het belanghebbendenorgaan.

---

1445 Dijk/Van der Ploeg 2013, p. 185; Hamers 2015, p. 142; Asser/Rensen 2-III\* 2012, nr. 334; Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 389-391 en Asser/ Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015, nr. 189.

1446 Zie ook Commissie Frijns 2010, p. 48-50; Commissie Staatsen 2003, p. 37.

1447 Dit wordt nog eens bevestigd doordat uitbestedende ondernemingen verantwoordelijk blijven voor de uitbestede werkzaamheden en doordat een expliciet verbod op uitbesteding van de vaststelling van het beleggingsbeleid is opgenomen voor icbe's (art. 38, lid 2, Bgfo). Zie ook par. 2.3 en par. 5.4.

1448 Art. 111, lid 1, sub g, Pw.

1449 De naleving van de Code pensioenfonds is verplicht volgens het “comply or explain“-principe (art. 33, lid 2, Pw jo. art. 11, lid 2, Bupw).



De meeste adviesrechten van het verantwoordingsorgaan zijn voor dit onderzoek weinig relevant. Het meest relevante adviesrecht van het verantwoordingsorgaan is dat ten aanzien van het beloningsbeleid.<sup>1450</sup> Het pensioenfonds moet bij de aanstelling van een dienstverlener immers ook de door de dienstverlener gehanteerde beloningsstructuur betrekken.<sup>1451</sup> Het ligt in de rede dat het fonds op dit punt aansluit bij het beloningsbeleid dat het zelf hanteert.<sup>1452</sup>

Het belanghebbendenorgaan heeft voorts een adviesrecht inzake besluiten met betrekking tot overeenkomsten van uitbesteding.<sup>1453</sup> Ook het adviesrecht inzake a) het nemen van maatregelen van algemene strekking, b) de vaststelling van het jaarverslag, de jaarrekening, en de actuariële en bedrijfstechnische nota, en c) het beloningsbeleid zijn voor dit onderzoek relevant.<sup>1454</sup> Daarnaast kan het belanghebbendenorgaan ook uit eigen beweging advies geven.<sup>1455</sup>

De adviesvraag moet worden voorzien van een overzicht van beweegredenen voor het besluit en van de gevolgen die het besluit naar verwachting zal hebben voor de deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden.<sup>1456</sup> Bovendien moet het advies worden gevraagd op een tijdstip dat het van wezenlijke invloed kan zijn op het adviesplichtige besluit.<sup>1457</sup> Het bestuur moet zich bij de vervulling van zijn taak richten naar de belangen van alle belanghebbenden bij het pensioenfonds en zorgen dat zij zich door hem op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen.<sup>1458</sup> Het kan een advies van het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan daarom niet zomaar negeren.

Het adviesrecht is geen bloot adviesrecht. Tegen een schending van zijn adviesrecht kan het beroep instellen.<sup>1459</sup> Het inspraakorgaan kan tegen een besluit van het pensioenfondsbestuur beroep instellen bij de Ondernemingskamer wanneer:

---

1450 Art. 115a, lid 3, sub a, Pw.

1451 Art. 14, lid 5, Bupw.

1452 Zie par. 5.12.3.

1453 Art. 115b, lid 2, sub e, Pw.

1454 Art. 115b, lid 2, sub a, sub c en sub f, Pw.

1455 Art. 115c, lid 1, Pw. Door (ongevraagd) advies over allerhande onderwerpen uit te brengen (bijv. over uitbesteding of de aansturing of beëindiging van een uitbestedingsrelatie), kan het belanghebbendenorgaan veel invloed naar zich toetrekken. Zie ook Gerlach 2012, par. 3.

1456 Art. 115a, lid 6, Pw en art. 115c, lid 5, Pw.

1457 Art. 115a, lid 5, Pw en art. 115c, lid 3, Pw.

1458 Art. 105, lid 2, Pw.

1459 Dat beroepsrecht voor het inspraakorgaan is gevormd naar het beroepsrecht dat

- a. het orgaan niet in de gelegenheid is gesteld voorafgaand aan het besluit advies uit te brengen;
- b. het besluit niet in overeenstemming is met het gegeven advies; of
- c. na uitbrenging van het advies feiten en omstandigheden bekend zijn geworden die mogelijk tot een ander advies hadden geleid als zij bij de advisering bekend waren geweest.<sup>1460</sup>

Het beroep moet worden ingesteld binnen acht weken na bekendmaking van het besluit aan het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan.<sup>1461</sup> Het orgaan is echter niet-ontvankelijk als de toezichthouder met betrekking tot hetzelfde onderwerp een aanwijzing heeft gegeven.<sup>1462</sup>

De reden is dat de wetgever voorrang wilde geven aan het toezicht van DNB boven het beroepsrecht van het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan.<sup>1463</sup> De Ondernemingskamer wijst het beroep toe wanneer hij oordeelt dat het pensioenfonds bij afweging van de betrokken belangen niet in redelijkheid tot zijn besluit had kunnen komen.<sup>1464</sup> Dit impliceert een marginale toetsing door de Ondernemingskamer. Het is niet aan de Ondernemingskamer om op de stoel van de bestuurder te gaan zitten.<sup>1465</sup> Op verzoek van het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan kan de Ondernemingskamer het pensioenfonds

- a. verplichten om het gewraakte besluit geheel of ten dele in te trekken alsmede om bepaalde gevolgen van het besluit ongedaan te maken, en
- b. verbieden om handelingen ter uitvoering van het besluit of onderdelen daarvan te verrichten of te laten verrichten.<sup>1466</sup>

---

een ondernemingsraad heeft op grond van art. 26 WOR wanneer diens adviesrecht wordt geschonden (Kamerstukken II, 1998-1999, 26674, nr. 3, p. 12). Dat maakt het aannemelijk dat ook de rechtspraak van de Ondernemingskamer op basis van art. 26 WOR analoog kan worden toegepast (Gerlach 2012, par. 3).

1460 Art. 217, lid 1, Pw.

1461 Art. 217, lid 2, Pw.

1462 Art. 217, lid 4, Pw.

1463 Kamerstukken II, 1998-1999, 26674, nr. 3, p. 7. Daar wordt overigens nog van de deelnemersraad gesproken in plaats van verantwoordings- of belanghebbendenorgaan.

1464 Art. 217, lid 5, Pw.

1465 Zo ook Minnaard 2013/38, onder 2.1.

1466 Voorzieningen worden in beginsel eerst getroffen nadat het beroep gegrond is bevonden (art. 217, lid 6, Pw). Indien nodig kunnen voorziening reeds na indiening van het verzoekschrift worden getroffen (art. 217, lid 9, Pw).

De getroffen voorziening mag geen verworven rechten van derden aantasten.<sup>1467</sup> Het ligt mijns inziens voor de hand om die beperking op dezelfde wijze uit te leggen als het (Wft-)voorschrift dat een aanwijzing van de toezichthouder geen overeenkomsten mag aantasten.<sup>1468</sup> De bevoegdheid van de rechter hoeft niet beperkter te zijn dan die van de toezichthouder. Dat betekent dan dat rechten van derden niet met terugwerkende kracht kunnen worden aangetast, maar wel naar de toekomst.

Het beroepsrecht van de inspraakorganen heeft overigens (nog) geen hoge vlucht genomen. In 13 jaar tijd heeft de Ondernemingskamer tienmaal, en de Hoge Raad eenmaal uitspraak gedaan.<sup>1469</sup>

#### 7.5.5 Goedkeuringsrecht

Het belanghebbendenorgaan heeft naast zijn adviesrecht, ook een goedkeuringsrecht.<sup>1470</sup> Relevant voor dit onderzoek is dat het goedkeuringsrecht in ieder geval ziet op besluiten omtrent het beleggingsbeleid.<sup>1471</sup> Ook het goedkeuringsrecht ten aanzien van de premie en premiekorting, het toeslagbeleid, herstelplannen, of de vermindering van pensioenrechten kan relevant zijn.<sup>1472</sup> Ook ten aanzien van andere onderwerpen kan een goedkeuringsrecht worden opgenomen.<sup>1473</sup>

Het belanghebbendenorgaan heeft met het goedkeuringsrecht een sterk wapen in handen. Zonder goedkeuring van het belanghebbendenorgaan, kan het bestuur niet geldig besluiten omtrent deze onderwerpen.

Het goedkeuringsrecht heeft (slechts) interne werking: het tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet aan.<sup>1474</sup> De ratio hierachter is dat derden erop moeten kunnen vertrouwen dat overeenkomsten die het bestuur namens het pensioenfonds sluit, rechtsgeldig zijn aangegaan.<sup>1475</sup> Het bestuur kan het ontbreken van goedkeuring evenwel niet eenvoudig negeren. Handelen zonder de vereiste goedkeuring kan

---

1467 Art. 217, lid 7, Pw.

1468 Zie par. 6.8.2.3.

1469 Minnaard 2013/38. Zijn telling betreft de periode van juni 2000 (toen het beroepsrecht werd ingevoerd) tot augustus 2013.

1470 Art. 115c, lid 8 en 9, Pw.

1471 Art. 115c, lid 9, sub e, Pw.

1472 Art. 115c, lid 9, sub f tot en met j, Pw.

1473 Art. 115c, lid 8, Pw.

1474 Art. 115c, lid 10, Pw.

1475 Kamerstukken II, 2011-2012, 33182, nr. 3, p. 34.

leiden tot toezichthouderlijk optreden en tot aansprakelijkheid van de bestuurder jegens het pensioenfonds.<sup>1476</sup>

#### 7.5.6 *Het enquêterecht*

Het inspraakorgaan kan bij de Ondernemingskamer een enquêteprocedure starten.<sup>1477</sup> De toezichthouders worden van het verzoek tot enquête op de hoogte gesteld.<sup>1478</sup> Het verantwoordingsorgaan is niet-ontvankelijk als het niet voorafgaand aan de indiening van het verzoek het bestuur op de hoogte heeft gesteld van zijn bezwaren.<sup>1479</sup>

De Ondernemingskamer wijst het enquêteverzoek toe, indien hij oordeelt dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken.<sup>1480</sup> Hij stelt vervolgens onderzoekers aan. De onderzoekers leggen hun bevindingen neer in een verslag.<sup>1481</sup> Ook dat verslag wordt aan de toezichthouders gezonden.<sup>1482</sup>

De Ondernemingskamer kan op verzoek van het verantwoordingsorgaan, en in elke stand van het geding onmiddellijke voorzieningen treffen.<sup>1483</sup> Die voorzieningen mogen onomkeerbare gevolgen hebben, maar moeten tijdelijk van aard zijn.<sup>1484</sup> Blijkt uit het verslag van de onderzoekers dat er sprake is van wanbeleid, dan kan hij op verzoek eindvoorzieningen treffen.<sup>1485</sup> In het geval van pensioenfondsen stelt hij eerst de toezichthouders in de gelegenheid om te worden gehoord.<sup>1486</sup> De eindvoorzieningen die hij kan treffen zijn in de wet limitatief opgesomd. Het gaat om:<sup>1487</sup>

---

1476 Vergelijk HR 29 november 2002, NJ 2003, 455; JOR 2003/2 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek) waar een bestuurder van een NV aansprakelijk werd gehouden wegens het schenden van een statutair voorgeschreven goedkeuringsrecht van de Raad van Commissarissen. Vergelijk ook Rb Amsterdam 2 maart 2011, *JAR* 2011/78 (*Woonstichting Lieven de Key*), waarin een niet-statutair directeur van een stichting aansprakelijk werd gehouden wegens misleiding van de raad van commissarissen bij het verzoek om goedkeuring van een transactie.

1477 Art. 219, lid 1, Pw jo. afdeling 2, titel 8, boek 2 BW.

1478 Art. 2:348 BW. Dit doet de griffier van het Hof Amsterdam.

1479 Art. 2:349, lid 1, BW.

1480 Art. 2:350, lid 1, BW.

1481 Art. 2:353, lid 1, BW.

1482 Art. 2:353, lid 2, BW.

1483 Art. 2:349a, lid 2 en 3, BW.

1484 HR 19 oktober 2001, NJ 2002, 92, m.nt. Maeijer, JOR 2002/5 (SkyGate).

1485 Het ligt voor de hand dat het verzoek afkomstig is van het verantwoordingsorgaan. Echter, ook andere partijen die zich in de procedure gevoegd hebben, mogen om eindvoorzieningen verzoeken, mits zij zelf enquêtebevoegd zijn (art. 2:355, lid 1, BW).

1486 Art. 2:355, lid 4, BW.

1487 Art. 2:356.

- a) schorsing of vernietiging van een besluit van enig orgaan of leden van zulk een orgaan;
- b) schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen;
- c) tijdelijke aanstelling van een of meer bestuurders of commissarissen;
- d) tijdelijke afwijking van de door de Ondernemingskamer aangegeven bepalingen van de statuten.
- e) tijdelijke overdracht van aandelen ten titel van beheer;<sup>1488</sup> of
- f) ontbinding van de rechtspersoon.<sup>1489</sup>

### 7.5.7 Waardering van de institutionele invloed

Er is een essentieel verschil tussen de cliënt van een financiële onderneming en de begunstigde van een pensioenfonds. De cliënt die niet tevreden is over zijn financiële dienstverlener kan altijd de relatie opzeggen. Er is daarom geen reden om hem institutionele invloed op zijn financiële dienstverlener te verlenen: hij kan “stemmen met de voeten”.<sup>1490</sup> De deelnemer in een pensioenfonds is daarentegen gewoonlijk verplicht tot deelneming. Andere begunstigen hebben veelal ook geen mogelijkheden om de relatie met het fonds te eindigen.<sup>1491</sup> Die gebondenheid rechtvaardigt dat begunstigen wél invloed hebben op het beleid van hun pensioenfonds.

1488 De meeste pensioenfonds zijn stichtingen, soms ook verenigingen. Het is slechts een enkele keer dat een pensioenfonds de vorm van een kapitaalvennootschap heeft. Slechts in die gevallen is deze eindvoorziening een relevante mogelijkheid.

1489 Toepassing van deze laatste voorziening op een pensioenfonds is natuurlijk nauwelijks denkbaar. De door de OK op te leggen (eind)voorzieningen moeten proportioneel zijn in het licht van de toestand van de rechtspersoon (HR 14 december 2007, NJ 2008, 105; JOR 2008/11 (DSM)).

1490 Dat is overigens anders wanneer de cliënt verplicht deelneemt in een pensioenregeling die is ondergebracht bij een pensioenverzekeraar of een premiepensioeninstelling is. Vanwege de verplichte deelneming kan hij in die gevallen toch niet de relatie met de financiële dienstverlener opzeggen. In zulke gevallen heeft evenwel de OR van de betrokken werkgever een instemmingsrecht ten aanzien van de onderbrenging en de voortdurende daarvan (art. 27, lid 1, sub a, WOR voor verzekeraars, en art. 23, lid 4, Pw jo art. 27 WOR voor premiepensioeninstellingen). Ik ga daar verder niet op in. Zie: Heemskerk 2013b; Veugelers 2015 en voor wat betreft het OR-instemmingsrecht in relatie tot premiepensioeninstellingen de discussie in P&P: Heemskerk & De Greef 2012; Lutjens 2012b; Van Meerten & Van den Hout 2013; Heemskerk & De Greef 2013; Van Meerten 2014.

1491 Dat is niet altijd zo. Zo kan er voor een deelnemer of een gewezen deelnemer een mogelijkheid bestaan tot waardeoverdracht naar een andere pensioenuitvoerder, een pensioeninstelling uit een andere lidstaat, of een buitenlandse verzekeraar (art. 70-92 Pw).

Hoe de invloed vorm krijgt, is afhankelijk van het bestuursmodel dat het pensioenfonds heeft gekozen. Het is nuttig om onderscheid te maken tussen invloed *in* het bestuur en invloed *op* het bestuur.

In de paritaire bestuursmodellen hebben begunstigden<sup>1492</sup> een vertegenwoordiging *in* het bestuur. Dit is de meest vergaande vorm van invloed: hun vertegenwoordigers bepalen mede het beleid en zijn medeverantwoordelijk voor de uitvoering ervan. Dat stelt eisen aan de kwaliteiten van die vertegenwoordigers. Zij moeten deskundig zijn. Dat heeft de wetgever ook ingezien.<sup>1493</sup> De gemiddelde begunstigde beschikt niet over de vereiste deskundigheid. Dat stelt het pensioenfonds (met een paritair bestuursmodel) mogelijk voor een probleem. Het fonds is verantwoordelijk voor de geschiktheid van zijn bestuurders,<sup>1494</sup> maar die bestuurders worden niet door hem, maar door zijn begunstigden verkozen.<sup>1495</sup> Weliswaar zijn het niet de kiezende begunstigden die hun vertegenwoordigers benoemen. De Code Pensioenfondsen gaat uit van een benoeming door het bestuur.<sup>1496</sup> In de praktijk is er een flinke drempel om de benoeming van een verkozen vertegenwoordiger te weigeren.

In alle bestuursmodellen hebben de begunstigden invloed *op* het bestuur. Die invloed loopt via hun vertegenwoordigers<sup>1497</sup> in het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan. Beide inspraakorganen hebben adviesrechten. De adviesrechten van het verantwoordingsorgaan zijn niet erg relevant als het om uitbesteding van het vermogensbeheer gaat. Enkel het adviesrecht ten aanzien van het beloningsbeleid is vermeldenswaardig. Het belanghebbendenorgaan heeft echter verdergaande adviesrechten. Vooral het adviesrecht ten aanzien van overeenkomsten van uitbesteding is hier relevant. Het belanghebbendenorgaan heeft bovendien goedkeuringsrechten, waaronder een goedkeuringsrecht ten aanzien van het beleggingsbeleid. Beide inspraakorganen beschikken over enquêtebevoegdheid.

---

1492 Ik merk hier weer op dat de statuten niet hoeven te voorzien in stemgerechtigde vertegenwoordigers voor alle groepen van begunstigden, al is dat wel mogelijk. Zie voetnoot 1450.

1493 Art. 106 Pw jo. Beleidsregel geschiktheid. Hij moet overigens ook betrouwbaar zijn.

1494 De geschiktheidseisen aan bestuurders uit art. 106 Pw zijn immers gericht tot het pensioenfonds. Zie ook Code Pensioenfondsen, nr. 48.

1495 Art. 102, lid 3 en 4, Pw.

1496 Code Pensioenfondsen, nr. 45.

1497 Ik wijs er weer op dat de wetgever niet voorschrijft dat steeds alle groepen begunstigden vertegenwoordigd zijn in de inspraakorganen. Zie par. 7.5.2.

De bevoegdheden van het belanghebbendenorgaan gaan verder dan die van het verantwoordingsorgaan. Dat is begrijpelijk. Een belanghebbendenorgaan wordt ingesteld bij pensioenfondsen met een bestuur waarin louter onafhankelijke derden zitting hebben, dus zonder vertegenwoordiging van de begunstigden. De verdergaande bevoegdheden van het belanghebbendenorgaan dienen ter compensatie van het gemis van een directe invloed *in* het bestuur.

Naar mijn mening is er sprake van een redelijk afgewogen geheel van bevoegdheden. De bevoegdheden van de vertegenwoordigers van de begunstigden, doen recht aan hun gebondenheid aan het pensioenfonds. Desondanks laten ze het primaat bij het bestuur. Dat is ook nodig. Het is het bestuur dat bestuurt en dat verantwoordelijk is voor het gevoerde beleid. Doorkruising van die verantwoordelijkheid is niet gewenst. Waar het bestuur echter zijn verantwoordelijkheid niet nakomt, kan het inspraakorgaan op de "noodrem" trappen door zijn enquêtebevoegdheid te gebruiken. Een belangrijke tekortkoming is echter de beperkte mate waarin gepensioneerden en met name gewezen deelnemers in de organen van het fonds zijn vertegenwoordigd.

## 7.6 Conclusies

Dit hoofdstuk betreft de onderzoeksvraag hoe een uitbesteding de positie van de cliënt raakt, maar in het bijzonder de positie van de begunstigde van een pensioenfonds.

In beginsel wordt de positie van een cliënt van een financiële onderneming niet door een uitbesteding geraakt. De uitbestedingsregels scheppen geen *nieuwe* verbintenissen voor de uitbesteder jegens zijn cliënten. Ze dienen enkel tot waarborg dat de uitbesteder de verbintenissen nakomt die hij jegens de cliënt is aangegaan. Cliënten komt daarom geen vordering toe tot nakoming van die uitbestedingsregels en ook geen vordering uit wanprestatie wegens schending ervan. Hen komt wel een vordering toe tot nakoming van de verbintenissen die de (uitbestedende) onderneming met hen is aangegaan, zoals de uitvoering van een betaalopdracht. Dat de financiële onderneming (onderdelen van) werkzaamheden heeft uitbesteed die voor de nakoming relevant zijn, maakt daarbij niets uit. De uitbestedende onderneming is jegens haar cliënten volledig aansprakelijk

voor tekortkomingen in de nakoming van haar verbintenissen, ook wanneer die tekortkomingen zijn veroorzaakt door gebreken in de uitbestedingsketen, of door gebreken in de aansturing van die keten.<sup>1498</sup> De positie van de cliënt wordt niettemin toch geraakt in het geval van een faillissement van de financiële onderneming.<sup>1499</sup>

Voor begunstigden van een pensioenfonds ligt de situatie net wat genuanceerder. Ook de begunstigde ontleent geen (nieuwe) rechten aan de uitbestedingsregels. Hij heeft wel aanspraak op nakoming van de verbintenissen uit het pensioenreglement. Daarbij moet men onderscheid maken tussen zuivere premiereregelingen en andere pensioenregelingen. De aard van de toekenning van pensioenaanspraken en de rol van de prudent person-regel is bij een zuivere premiereregeling anders dan bij andere pensioenregelingen.

Bij pensioenregelingen die geen zuivere premiereregeling zijn, bestaat de centrale verbintenis uit de toekenning van een pensioenaanspraak van enig bedrag. Is de begunstigde reeds gepensioneerd, dan gaat het om uitkering van die pensioenaanspraak. Het betreft een resultaatsverbintenis. De prudent person-regel dient bij zulke regelingen tot waarborg dat het pensioenfonds te zijner tijd de toegekende pensioenaanspraken ook kan nakomen. Ze schept (net als de uitbestedingsregels) uit zichzelf geen verbintenissen jegens de begunstigde. Schiet het pensioenfonds (al dan niet via het handelen van zijn dienstverlener) tekort in de naleving van de prudent person-regel, dan kan de begunstigde geen nakoming van die prudent person-regel vorderen. Hij kan enkel nakoming vorderen van waar hij recht op heeft: de toekenning of uitkering van een pensioenaanspraak.

Bij een zuivere premiereregeling daarentegen, bestaat de centrale verbintenis uit een zorgplicht. Het gaat om een inspanningsverplichting: het pensioenfonds moet zorgvuldig beleggen. De pensioenaanspraak van de begunstigde is niet een bepaald bedrag, maar hangt direct samen met het succes van de beleggingen. De naleving van de prudent person-regel dient hier niet tot waarborg dat het pensioenfonds te zijner tijd de pensioenaanspraken kan nakomen. De prudent person-regel is hier de centrale verplichting. Het gaat om een inspanningsverplichting, gelijk die van

---

1498 Dat laatste doet zich bijvoorbeeld voor wanneer de hoofduitbesteder toelaat dat in de uitbestedingsketen een "cascade-proces" ontstaat waarbij elke schakel een smaller begrip van (uitbestedings)risico hanteert, of waarbij sommige schakels te vergaand worden geëxonereerd. Zie par. 7.4.

1499 Overigens kan in sommige gevallen art. 7:420 BW een uitkomst bieden. Dat is in ieder geval niet het geval voor begunstigden van pensioenfondsen die (delen van) het vermogensbeheer hebben uitbesteed. Zie par. 7.4.



een vermogensbeheerder. Schending van de prudent person-regel geeft de begunstigde van een zuivere premiereregeling wél een aanspraak op schadevergoeding. Deze schadevergoeding aan begunstigden van een zuivere premiereregelingen komt ten laste van de buffers die zijn opgebouwd door de (bijdragen van de) andere begunstigden van het pensioenfonds.

In het ergste geval kunnen tekortkomingen in het (al dan niet uitbestede) vermogensbeheer ertoe leiden dat het fonds door zijn financiële buffers zakt en zijn begunstigden in hun aanspraken moet korten. Een korting van pensioenaanspraken treft óók de begunstigden van een zuivere premiereregeling. Een vordering tot schadevergoeding biedt dan geen soelaas. In een situatie van onderdekking is een te betalen schadevergoeding aan de gezamenlijke begunstigden een sigaar uit eigen doos.

Een begunstigde van een pensioenfonds is veelal door verplichte deelneming of het ontbreken van een mogelijkheid tot waardeoverdracht, aan dat pensioenfonds gebonden. Anders dan een gewone cliënt van een financiële onderneming, kan hij dan ook niet opzeggen, wanneer hij geen of weinig vertrouwen heeft in de nakoming van zijn rechten. De Pensioenwet voorziet om die reden voor de begunstigden in mogelijkheden om via vertegenwoordigers invloed uit te oefenen binnen dat pensioenfonds.

De wijze van invloed hangt af van het bestuursmodel dat het pensioenfonds hanteert. Bij pensioenfondsen die een van de onafhankelijke bestuursmodellen hanteren, is er een belanghebbendenorgaan. De andere pensioenfondsen beschikken over een verantwoordingsorgaan. De bevoegdheden van het belanghebbendenorgaan gaan beduidend verder dan die van het verantwoordingsorgaan. Daar staat tegenover dat in pensioenfondsen die een verantwoordingsorgaan hebben, de begunstigden een vertegenwoordiging *in* het bestuur hebben. Bij de onafhankelijke bestuursmodellen ontbreekt die vertegenwoordiging in het bestuur.

De invloed van deze inspraakorganen verloopt primair via adviesrechten en (voor het belanghebbendenorgaan ook via) goedkeuringsrechten. Worden de adviesrechten geschonden of genegeerd, dan staat voor het inspraakorgaan beroep open bij de Ondernemingskamer. Is de situatie zo ernstig dat het bestuur ernstige reden geeft om te twijfelen aan een juist beleid, dan kan het inspraakorgaan gebruik maken van zijn enquêtebevoegdheid. De institutionele bevoegdheden van de inspraakorganen moet niet worden onderschat.



## HOOFDSTUK 8

### CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Dit onderzoek is gericht op begrip van de uitbestedingsregels in de (gehele) financiële sector. Het is voorts toegespitst op pensioenfondsen die hun vermogensbeheer uitbesteden. Als gevolg daarvan bevat dit onderzoek niet enkel conclusies en aanbevelingen ten aanzien van de uitbestedingsregels, maar ook ten aanzien van enkele pensioenrechtelijke, privaatrechtelijke en bestuursrechtelijke onderwerpen.

#### 8.1 Conclusies met betrekking tot de uitbestedingsregels

Met het oog op het verkrijgen van begrip van de uitbestedingsregels in de financiële sector, zijn de volgende onderzoeksvragen gesteld:

1. Ligt er aan de diverse uitbestedingsregelingen een gemeenschappelijk systeem ten grondslag en, zo ja, welk is dat?
2. Wanneer valt een uitbesteding onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels?
3. Op welke wijze kan of moet een uitbesteder toepassing geven aan de uitbestedingsregels?
4. Hoe raakt uitbesteding de positie van de toezichthouder?
5. Hoe raakt uitbesteding de positie van de begunstigde of de cliënt van de uitbesteder?

##### 8.1.1 *Eerste onderzoeksvraag: een gemeenschappelijk systeem*

De eerste onderzoeksvraag is relevant, omdat de uitbestedingsregels in de Wft en de Pensioenwet een rommelig geheel vormen. In het eerste hoofdstuk schreef ik over een "ratjetoe". Die uitbestedingsregels verschillen per financiële sector, maar ze vertonen ook overeenkomsten. Is er sprake van een gemeenschappelijk onderliggend systeem, dan zijn de uitbestedingsregels die voor "andere" financiële sectoren gelden relevant voor de "eigen" financiële sector.

Uit het onderzoek blijkt dat aan de diverse sectorale uitbestedingsregelingen inderdaad een gemeenschappelijk systeem ten grondslag ligt. Het uitgangspunt in het systeem is dat de uitbestedende organisatie jegens

haar toezichthouder en jegens haar cliënten respectievelijk begunstigen volledig verantwoordelijk blijft voor het handelen of nalaten van zijn dienstverlener als was het zijn eigen handelen of nalaten. Om die verantwoordelijkheid te kunnen nakomen, moet hij “in control” over de uitbestede werkzaamheden blijven alsof het om zijn eigen bedrijfsvoering gaat.

Door de uitbesteding verlaten de werkzaamheden de eigen organisatie. Het gevolg dat de regelgeving daaraan koppelt is echter dat de werkzaamheden van de dienstverlener, in juridische zin, onderdeel blijven van de eigen bedrijfsvoering. De uitbestedingsregels zijn te begrijpen als een invulling dan wel verruiming van de eis dat een pensioenfonds of financiële onderneming over een beheerste en integere bedrijfsvoering beschikt. In essentie gaat het dus om een open zorgvuldigheidsnorm. De uitbesteder moet inschatten welke risico’s aan een uitbesteding zijn verbonden en daarop adequate maatregelen treffen. Adequate maatregelen zijn proportioneel aan de risico’s waarvoor ze zijn getroffen.

Die zorgvuldigheidsnorm is voor diverse financiële sectoren gedeeltelijk uitgewerkt in min of meer concrete voorschriften. Die uitwerkingen verschillen per financiële sector, maar vormen steeds een uitwerking van datzelfde onderliggende, gemeenschappelijke systeem. Ik pleit daarom voor een kruissectorale toepassing van de uitbestedingsregels.

### 8.1.2 Tweede onderzoeksvraag: het toepassingsbereik

Het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels is af te bakenen aan de hand van 3 criteria. Die criteria zijn:

1. de dienstverlener is “een derde”,
2. de uitbestede werkzaamheden zijn “eigen” aan de eigen bedrijfsvoering, en
3. de uitbestede werkzaamheden zijn “wezenlijk” voor de eigen bedrijfsvoering.

Vergunningplichtige werkzaamheden zijn per definitie “eigen” en “wezenlijk”. Werkzaamheden die ondersteunend zijn aan de vergunningplichtige werkzaamheden zijn wel “eigen”, maar niet per se “wezenlijk”. Het is niet goed mogelijk om een haarscherpe grens te trekken tussen “wezenlijke” en “niet-wezenlijke” werkzaamheden. Van geval tot geval moet steeds opnieuw worden beoordeeld wat de omvang van de (negatieve) gevolgen is voor de uitbestedende onderneming of haar cliënten indien er in de dienstverlening problemen ontstaan. Wat voor de ene onderneming een bijzaak is, is voor een andere onderneming een halszaak. Het wezenlijke

karakter moet bovendien periodiek worden herbeoordeeld omdat het belang van de uitbestede werkzaamheden metertijd kan wijzigen.

In de pensioenrechtelijke literatuur heerst breed de opvatting dat een incidentele uitbesteding niet onder het bereik van de uitbestedingsregels valt. Die opvatting is in haar algemeenheid onjuist. Ook een incidentele uitbesteding kan “wezenlijk” zijn. Dat zal weliswaar niet vaak het geval zijn, maar een categoriale uitzondering van incidentele uitbestedingen is onterecht en niet in overeenstemming met de bedoeling van de wetgever.

Het belang van het onderscheid tussen uitbestedingen die al of niet onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels vallen, moet ook niet worden overdreven. De uitbestedingsregels vormen een uitwerking van de eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Ook wanneer een uitbesteding (net) niet onder het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels valt, moet de onderneming een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgen. Hoewel voor zulke gevallen geen verplichting tot naleving van de uitbestedingsregels bestaat, ligt het voor de hand om dan toch aan te sluiten bij de uitbestedingsregels.

### *8.1.3 Derde onderzoeksvraag: de toepassing door de uitbesteder*

De uitbestedingsregels vormen in essentie een open zorgvuldigheidsnorm. Ze vergen een proportionele aanpak van de risico's die aan een uitbesteding zijn verbonden. Het is daarom niet goed mogelijk aan te geven welke maatregelen een uitbesteder concreet moet nemen. Weliswaar bevatten de diverse sectorale regelingen soms concrete, precieze voorschriften. Een onderneming die werkzaamheden uitbesteedt, kan niet volstaan met “het afvinken” van sectorale detailvoorschriften. Over tal van aspecten van de uitbesteding bevatten de uitbestedingsregels voor de eigen sector, en soms ook die voor andere sectoren, in het geheel geen bepalingen. Waar het om gaat, is dat risico's worden onderkend en dat daarvoor adequate maatregelen worden getroffen. Dat kan verdergaande maatregelen vergen dan op het eerste oog uit een sectorale regeling blijkt.

In dit onderzoek komen tal van maatregelen die een onderneming kan nemen om de aan een uitbesteding verbonden risico's te beheersen systematisch voor het voetlicht. Het is (beslist) niet zo dat de gedane suggesties steeds moeten worden gevolgd. De maatregelen moeten proportioneel zijn aan de risico's. Waar het steeds op aan komt, is of het geheel van genomen maatregelen toereikend is om de met de uitbesteding gepaard gaande risico's adequaat te beheersen. Zo kan een beperkte bevoegdheid tot

het geven van aanwijzingen heel acceptabel zijn als er een goede beëindigingregeling in de overeenkomst is opgenomen. Ook een aansprakelijkheidsbeperking ten gunste van de dienstverlener kan billijk zijn, mits er voor die dienstverlener voldoende prikkel overblijft om zich optimaal in te zetten.

#### 8.1.4 *Vierde onderzoeksvraag: de positie van de toezichthouder*

Zowel het toezicht als de handhaving door de toezichthouder richten zich primair op de uitbestedende onderneming. De toezichthouder kan echter “doorgrijpen” naar de dienstverlener. Dit is met name van belang wanneer de uitbesteder of de dienstverlener de uitoefening van de toezichtsbevoegdheden frustreert.

In beginsel is de uitbestedende onderneming de partij die haar toezichthouder alle benodigde toezichtsinformatie verstrekt. Zij moet van haar dienstverlener evenwel bedingen dat de toezichthouder ook rechtstreeks bij de dienstverlener informatie op kan vragen of bij hem een onderzoek ter plaatse (doen) houden. Dit stelt de toezichthouder in staat om sneller toezichtsinformatie te verkrijgen en om met eigen ogen vast te stellen dat de uitbestede werkzaamheden correct worden uitgevoerd. Toch zal de belasting voor de dienstverlener beperkt blijven. Het subsidiariteitsbeginsel verlangt dat de toezichthouder zijn bevoegdheden op de minst belastende wijze uitoefent. Dat betekent dat hij zich in beginsel tot de uitbesteder moet richten. Voorts volgt uit het evenredigheidsbeginsel dat de toezichthouder die zich tot de dienstverlener wendt, niet meer informatie mag opvragen dan hij redelijkerwijs voor de uitoefening van zijn wettelijke taak nodig heeft. Bovendien kan hij jegens de dienstverlener geen bevoegdheden uitoefenen die hij ook niet jegens de uitbesteder had kunnen uitoefenen. Dit is zelfs zo als de dienstverlener contractueel heeft ingestemd met verdergaande onderzoeksbevoegdheden voor de toezichthouder.

Ook een eventueel handhavend optreden richt zich in beginsel op de uitbesteder. De toezichthouder beschikt over tal van effectieve handhavingsbevoegdheden om een onderneming die de uitbestedingsregels overtreedt tot normconform gedrag te bewegen. In de praktijk bedient hij zich meestal van het normoverdragende gesprek, de aanwijzing, de last onder dwangsom en de bestuurlijke boete. In een aanwijzing of een last onder dwangsom kan de toezichthouder een uitbestedende onderneming bovendien verplichten om op een door hem voorgeschreven wijze in te grijpen in de uitbestedingsrelatie. Dit kan zelfs een opzegging van de relatie inhouden. De inhoud van de aanwijzing of last moet wel in redelijke verhouding staan tot de overtreding.

### 8.1.5 Vijfde onderzoeksvraag: de positie van de begunstigde of de cliënt

Een uitbesteding mag de relatie met de begunstigten of de cliënten niet wijzigen. Dat dat niet gebeurt, ligt ook voor de hand. De begunstigde of cliënt heeft een relatie met zijn pensioenfonds of financiële onderneming. Het is dat pensioenfonds of die financiële onderneming die verantwoordelijk is voor de nakoming van de op hem rustende verplichtingen, ongeacht of die onderneming bepaalde werkzaamheden heeft uitbesteed.

Een uitbesteding *kán* de relatie met de begunstigde of cliënt bijna niet wijzigen. De relatie met de begunstigde of cliënt wordt wel gewijzigd wanneer het pensioenfonds of de financiële ondernemingen de eigen aansprakelijkheid voor hulppersonen heeft uitgesloten (of ten minste verdergaand heeft beperkt dan de aansprakelijkheid voor eigen gedragingen) en vervolgens werkzaamheden uitbesteedt. De mogelijkheden van de begunstigde of cliënt om zijn pensioenfonds of financiële ondernemingen aan te spreken op tekortkomingen en eventueel verhaal te nemen, worden in dat geval door de uitbesteding beperkt. Een uitbestedende onderneming kan haar aansprakelijkheid voor hulppersonen daarom niet verder beperken dan haar aansprakelijkheid voor eigen gedragingen.

### 8.1.6 Eindconclusie

Zoals hiervoor al aangehaald, is het uitgangspunt dat de uitbestedende organisatie jegens haar toezichthouder en jegens haar cliënten respectievelijk begunstigten volledig verantwoordelijk blijft voor het handelen of nalaten van haar dienstverlener als was het haar eigen handelen of nalaten. Om die verantwoordelijkheid te kunnen nakomen, moet zij “in control” blijven over de uitbestede werkzaamheden alsof het om haar eigen bedrijfsvoering gaat.

In de kern gaat het bij de uitbestedingsregels dus om 3 hoofdregels: 1) een onderneming die werkzaamheden uitbesteedt, moet zorgvuldig te werk gaan, 2) de uitbesteding mag het toezicht niet belemmeren en 3) de uitbesteding mag de relatie met haar begunstigten of cliënten niet wijzigen.

Welbeschouwd veranderen de uitbestedingsregels niet zo heel veel ten opzichte van een wereld zonder uitbestedingsregels. Uitbesteding mag immers de relatie met de begunstigten of cliënten niet wijzigen. Hiervoor besprak ik al dat een uitbesteding die relatie ook bijna niet *kán* wijzigen. Een uitbesteding mag ook het toezicht niet belemmeren. Ook dat lijkt een open deur. Zoals een onderneming zijn verplichtingen jegens begunstigten of

cliënten moet nakomen, ongeacht of het werkzaamheden heeft uitbesteed, zo moet het ook zijn verplichtingen jegens de toezichthouder nakomen, ongeacht of het werkzaamheden heeft uitbesteed. Een onderneming die uitbesteedt, moet dat zorgvuldig doen. Maar ook zonder uitbestedingsregels had een uitbestedende onderneming zorgvuldig te werk moeten gaan, om zijn verplichtingen jegens toezichthouder en jegens begunstigde of cliënt te kunnen nakomen.

De uitbestedingsregels verduidelijken vooral wat een uitbestedende onderneming ook zonder die uitbestedingsregels zou moeten doen. Zorgvuldig uitbesteden is een zaak van analyseren van de (mogelijke) risico's en het afdekken van die risico's door het nemen van adequate beheersingsmaatregelen. De uitbestedingsregels zijn dan ook te begrijpen als een uitwerking van de vereiste beheerster en integere bedrijfsvoering.

Daarmee beweer ik niet dat de uitbestedingsregels er niet toe doen, noch dat uitbesteding een onderwerp is dat er niet toe doet. Integendeel. Het kost nogal wat moeite om een uitbesteding zorgvuldig aan te pakken. Dat zou ook het geval zijn zonder die uitbestedingsregels. Het belang van de uitbestedingsregels ligt er onder andere in dat het onderwerp op de agenda van pensioenfondsen en financiële ondernemingen staat. Dat is voorheen wel eens anders geweest. Bovendien geven zij uitbestedende ondernemingen een handreiking waarop te letten bij het (zorgvuldig) uitbesteden. Het was wel beter geweest als die "handreiking" wat consistentier was geweest.

## 8.2 Overige conclusies

Het vermogensbeheer zoals pensioenfondsen dat verzorgen, moet voldoen aan de "prudent person-regel". De prudent person-regel stelt eisen aan zowel het beleggingsproces als aan het resultaat van dat proces: de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Het doel hiervan is om (uitsluitend) de belangen van de begunstigten van het fonds te beschermen. Anders dan in de Nederlandse literatuur wel wordt betoogd, laat dit geen ruimte om in de beleggingskeuzes ook de belangen van de werkgever mee te wegen.

De eisen aan de samenstelling van de beleggingsportefeuille komen tot uiting in de "totaleportefeuilletoets": de samenstelling van de portefeuille moet zodanig zijn dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd. Het belangrijkste kenmerk is de diversificatie-eis. Door (goed) te diversifiëren wordt het risico op (grote) verliezen beduidend kleiner. Staatsobligaties zijn om



politieke redenen uitgezonderd van de diversificatie-eis. Toch doen pensioenfondsen er verstandig aan om ook hun beleggingen in staatsobligaties goed te diversifiëren, ook al bestaat daar geen verplichting toe en kan DNB dat bijgevolg niet afdwingen.

Om een gezonde portefeuillesamenstelling geen zaak van toeval te laten zijn, moet ook het beleggingsproces goed zijn georganiseerd. Dat vereist een degelijke onderbouwing van het beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een professionele bedrijfsvoering.

Een onderbouwd beleggingsbeleid betekent op de eerste plaats dat er een beleggingstheoretische gedachtegang aan het beleid ten grondslag ligt die de gemaakte keuzes in redelijkheid rechtvaardigt. Ook in de beleggingstheorie wordt het belang van diversificatie onderstreept. Dat laat evenwel de mogelijkheid open om af te wijken van marktgemiddeld gedrag. "The wisdom of the crowds" slaat soms om in "the madness of the mobs". Naarmate de afwijking van marktgemiddeldes groter wordt, is een steviger onderbouwing wel op haar plaats.

Een onderbouwd beleggingsbeleid betekent ook dat het beleid is afgestemd op de kenmerken van het fonds. Het risiconiveau van de portefeuille moet niet groter zijn dan de risicobereidheid van het fonds of het vermogen van dat fonds om risico's te dragen. Zo kan een fonds met een "grijs" begunstigenbestand in de regel minder risico's nemen dan een fonds met een overwegend jong begunstigenbestand. Andere omstandigheden zijn bijvoorbeeld de omvang van de financiële buffers en de blootstelling aan renterisico.

Een deskundig vastgesteld beleid is niet voldoende. De commissie Frijns heeft aangetoond dat een pensioenfonds door een onzorgvuldige uitvoering veel rendement kan mislopen. Ook in de uitvoering van dat beleggingsbeleid moet het fonds dus de vinger aan de pols houden. Dat stelt eisen aan de bedrijfsvoering van het fonds. Het moet bijvoorbeeld risicobegrenzungen definiëren waarbinnen het risicoprofiel van de portefeuille moet blijven. Het moet risicomatstaven definiëren om te kunnen bepalen wanneer de risicobegrenzungen worden overschreden. Procedures zijn nodig om te verzekeren dat ook daadwerkelijk wordt ingegrepen wanneer dat nodig is.

Misschien wel de belangrijkste eis aan de bedrijfsvoering is de beschikbaarheid van deskundigheid. Zonder voldoende deskundigheid binnen de organisatie en het bestuur van het fonds, is het niet mogelijk een deugdelijk beleggingsbeleid vast te stellen en te controleren of de uitvoering daaraan voldoet. De uitvoering van het beleggingsbeleid is vaak uitbesteed aan een vermogensbeheerder. Het belang van deskundigheid is dan des te groter. Zonder voldoende deskundigheid kan het fonds zijn

dienstverlener niet adequaat controleren of diens prestaties beoordelen. Het mist dan “countervailing power”.

Veel van de financieelrechtelijke regels vinden hun oorsprong in Europese richtlijnen. Europese richtlijnen hebben een harmoniserende werking doordat ze lidstaten verplichten hun nationale regelgeving met die richtlijn in overeenstemming te brengen. Daaruit volgt dat lidstaten niet soepeler mogen zijn dan de richtlijn. Dat geldt ook voor (civiele) rechters en voor de toezichthouder, die immers onderdeel zijn van die lidstaat. Uit de harmonisering volgt verder dat ook burgers niet soepeler kunnen zijn dan de richtlijn. Als de richtlijn op juiste wijze in nationaal recht is omgezet, zou die burger immers handelen in strijd met de wet.

Rechtshandelingen in strijd met de wet zijn in principe nietig of vernietigbaar. De rechtshandeling is echter niet nietig of vernietigbaar als de overtreden wetsbepaling niet de strekking heeft om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. In de Wft is verduidelijkt dat bepalingen uit die wet in principe niet die strekking hebben. Verricht een burger een rechtshandeling die in strijd is met de Wft, dan is die rechtshandeling dus (in beginsel) niet aantastbaar. In de Pensioenwet is geen vergelijkbare bepaling opgenomen. Toch geldt ook voor in ieder geval de “financieelrechtelijke” bepalingen in de Pensioenwet, dat zij niet de strekking hebben om daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten.

Traditioneel wordt bij (bepalingen in) Europese richtlijnen onderscheiden in minimum- en maximumharmonisatie. Bij minimumharmonisatie mogen lidstaten in hun nationale recht strengere eisen stellen dan de richtlijn stelt. Bij maximumharmonisatie mag de lidstaat niet strenger zijn. Het verbod om strenger te zijn geldt ook voor de civiele rechter. Dat verhindert de civiele rechter niet om, aan de hand van civielrechtelijke open normen, maatwerk te leveren. De Europese financieelrechtelijke richtlijnen voorzien zelf reeds in open normen die maatwerk mogelijk maken.

Burgers mogen wél strenger zijn dan een maximumharmoniserende richtlijn. Hier gelden contractsvrijheid en marktwerking. Als een dienstverlener, bijvoorbeeld uit concurrentiële overwegingen, extra verplichtingen op zich wil nemen ten gunste van de partij die door de richtlijn wordt beschermd, dan is daar niets op tegen.

In het Nederlandse bestuursrecht geldt een beginselplicht tot handhaving. Die beginselplicht houdt kort gezegd in dat bestuursorganen, zoals de Nederlandse financiële toezichthouders, op grond van het maatschappelijke belang dat bij handhaving gediend is, in beginsel verplicht zijn tot handhavend optreden wanneer normen worden overtreden. In de

Nederlandse financieelrechtelijke literatuur wordt wel beweerd dat de beginselplicht niet geldt in het financiële recht. Die opvatting is onjuist. Het valt niet te rijmen dat het maatschappelijke belang wel noopt tot handhavend optreden bij overtreding van voorschriften met betrekking tot dakkapellen, maar niet bij overtreding van financieelrechtelijke normen. Die opvatting is temeer onhoudbaar, omdat de financiële sector, na verschillende affaires en reddingsoperaties van de overheid, een stortvloed van regels over zich kreeg uitgestort om te voorkomen dat die problemen zich zouden herhalen. Van de dakkapellenbranche kan dit niet worden gezegd.

Daarenboven dwingt ook het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel tot het aannemen van een beginselplicht tot handhaving. Het effectiviteitsbeginsel eist dat lidstaten bij schending van Europese normen in beginsel handhavend optreden. Anders dan de "Nederlandse beginselplicht", kent de "Europese beginselplicht" bovendien niet de uitzondering dat een gedoogbeleid wordt gevoerd. De "Europese beginselplicht" is dus strenger.

Het boetestelsel in de Wft en de Pensioenwet is prescriptief van aard. Afhankelijk van de geschonden norm valt de overtreding in één van drie boetecategorieën met bijbehorende boetetarieven. De bevoegdheid van de toezichthouder om de boete te verhogen of te verlagen is aan banden gelegd. Ondanks zijn prescriptieve aard, leidt dit boetestelsel tot willekeurige boetes.

De oorzaak daarvan is drieërlei. Ten eerste is de indeling van overtredingen in de verschillende boetecategorieën willekeurig. Overtreding van eenzelfde vereiste kan voor een onderneming in een andere sector tot een vijftigmaal hogere boete leiden. Ten tweede zijn sommige overtredingen in sommige sectoren niet zelfstandig beboetbaar, maar in andere sectoren wel. Is de overtreding niet zelfstandig beboetbaar, dan moet de toezichthouder teruggrijpen op een algemenere norm om een boete op te leggen. Ten derde zijn de uitbestedingsregels in de diverse sectoren in verschillende maten van detail uitgewerkt. Hoe gedetailleerder de uitwerking, hoe meer overtredingen er mogelijk zijn en boetes kunnen worden opgelegd. Moet in een sector de uitbestedingsovereenkomst aan 1 eis voldoen, dan is 1 boete mogelijk. Moet de uitbestedingsovereenkomst in een andere sector aan 5 eisen voldoen, dan zijn daar 5 boetes mogelijk.

Deze drie oorzaken heb ik vastgesteld met betrekking tot de uitbestedingsregels. Het onderliggende probleem is dat de uitbestedingsregels per financiële sector verschillen. Een vlugge blik in de Wft leert dat dit niet enkel voor de uitbestedingsregels geldt. De Wft staat boordevol met sectorale voorschriften. Voor een deel komt dat door de "beleidsarme omzetting" bij

de totstandkoming van de Wft. De sectorale regelingen die in die Wft zijn opgegaan, zijn eigenlijk altijd als sectorale regeling blijven bestaan. Een andere oorzaak ligt in de (steeds weer nieuwe) Europese richtlijnen die in de Wft worden geïmplementeerd. Deze richtlijnen zijn zelf doorgaans sectoraal opgesteld. Dat maakt het voor de nationale wetgever ook niet eenvoudig om steeds een consistent geheel te waarborgen.

Voor de Pensioenwet geldt eigenlijk hetzelfde als voor de sectorale regelingen die in de Wft zijn opgenomen. Bij het opstellen van de Pensioenwet is zoveel als mogelijk aangesloten bij de Wft. Toch zijn er steeds afwijkingen voor de pensioensector geweest. In dit proefschrift zijn verschillen tussen de Pensioenwet en de Wft naar voren gekomen op het gebied van de uitbestedingsregels en van de handhavingsbevoegdheden van de toezichthouder. Zo is bijvoorbeeld een pensioenuitvoerder die een aanwijzing van de toezichthouder niet naleeft strafrechtelijk beboetbaar, maar een financiële onderneming niet.

Opvallend is dat de Wft wél, maar de Pensioenwet níét de bepaling bevat dat een aanwijzing van de toezichthouder niet mag strekken tot aantasting van overeenkomsten met derden. Toch moet worden aangenomen dat deze bepaling analoog geldt voor aanwijzingen van de toezichthouder aan een pensioenuitvoerder. Erg hinderlijk is dit niet. Jurisprudentieel is al uitgemaakt dat deze bepaling enkel naar het verleden werkt. De toezichthouder mag daarom wel bijvoorbeeld een aanwijzing geven tot opzegging (naar de toekomst) van de uitbestedingsrelatie, maar niet tot vernietiging (met terugwerkende kracht) van de uitbestedingsovereenkomst.

De wet onderscheidt pensioenregelingen in kapitaalregelingen, uitkeringsregelingen en premierregelingen. De premierregelingen worden verder onderscheiden in premierregelingen met omzetting premie in kapitaal, premierregelingen met omzetting premie in uitkering en zuivere premierregelingen.

Voor de aard van de pensioenaanspraak van een begunstigde van een pensioenfonds, is vooral het onderscheid tussen zuivere premierregelingen en andere pensioenregelingen van belang. Bij pensioenregelingen die geen zuivere premierregeling zijn bestaat de centrale verbintenis uit de toekenning van een pensioenaanspraak van enig bedrag. Is de begunstigde reeds gepensioneerd, dan gaat het om uitkering van die pensioenaanspraak. Het betreft een resultaatsverbintenis. Bij een zuivere premierregeling daarentegen, bestaat de centrale verbintenis uit een zorgplicht. Het gaat om een inspanningsverplichting: het pensioenfonds moet zorgvuldig beleggen. De

pensioenaanspraak van de begunstigde is niet een bepaald bedrag, maar hangt direct samen met het succes van de beleggingen.

Dit onderscheid tussen zuivere premiereregelingen en andere pensioenregelingen in de aard van de pensioenaanspraak is ook van belang voor de rol van de prudent person-regel bij het vermogensbeheer. Bij pensioenregelingen die geen zuivere premiereregeling zijn, is de toekenning of uitkering van pensioenaanspraken de kernverplichting. De prudent person-regel dient tot waarborg dat het pensioenfonds de uitkering van de toegekende pensioenaanspraken te zijner tijd kan nakomen. Ze scheidt uit zichzelf geen verbintenissen jegens de begunstigde. Schiet het pensioenfonds tekort in de naleving van de prudent person-regel, dan kan de begunstigde geen nakoming van die prudent person-regel vorderen. Hij kan enkel nakoming vorderen van waar hij recht op heeft: de toekenning of uitkering van een pensioenaanspraak.

Bij een zuivere premiereregeling daarentegen, bestaat de centrale verbintenis uit een verplichting om zorgvuldig te beleggen. De prudent person-regel dient hier niet tot waarborg dat het pensioenfonds te zijner tijd de pensioenaanspraken kan nakomen. De naleving van de prudent person-regel *is* hier de centrale verplichting. Het gaat om een inspanningsverplichting, gelijk die van een vermogensbeheerder. Schending van de prudent person-regel geeft de begunstigde van een zuivere premiereregeling wél een aanspraak op schadevergoeding.

De consequentie hiervan is dat een eventuele schadevergoeding aan begunstigden van een zuivere premiereregeling ten laste komt van de buffers die zijn opgebouwd door de (bijdragen van de) overige begunstigden van het pensioenfonds. Dat wringt. Toch is dit de (meest) rechtvaardige uitkomst. De begunstigden van een zuivere premiereregeling verdienen niet met de schade als gevolg van schending van de prudent person-regel te blijven zitten. Zolang de schadevergoeding aan begunstigden van zuivere premiereregelingen uit de financiële buffers kan worden voldaan, worden de aanspraken van de andere begunstigden (althans op papier) niet aangetast. In werkelijkheid ligt dat iets genuanceerder. Door de uitkering uit de buffers, loopt het fonds de mogelijkheid mis om met dat kapitaal rendement te maken. De pensioenpremies moeten op termijn misschien worden verhoogd. Dat *mogelijke* gevolg rechtvaardigt echter niet dat de begunstigden van een zuivere premiereregeling in hun aanspraken worden getroffen. Dat is temeer zo, omdat deze "overige" begunstigden geen aanspraak hebben op een aandeel in de buffers van het fonds, maar (slechts) aanspraak op een (al dan niet toekomstige) uitkering.

Schending van de prudent person-regel kan er in het ergste geval toe leiden dat het fonds door zijn financiële buffers zakt en zijn begunstigden

in hun aanspraken moet korten. Een korting van pensioenaanspraken treft ook de begunstigden van een zuivere premiereregeling. Er is immers geen reden waarom de aanspraken van begunstigden van een zuivere premiereregeling preferent zouden zijn aan die van andere begunstigden. In een situatie van onderdekking worden alle pensioenaanspraken geraakt.

Een vordering tot schadevergoeding biedt dan, ook voor de begunstigden van een zuivere premiereregeling, geen soelaas. In een situatie van onderdekking is een te betalen schadevergoeding aan de gezamenlijke begunstigden een sigaar uit eigen doos.

Een begunstigde van een pensioenfonds is veelal verplicht tot deelneming aan dat pensioenfonds. Anders dan een gewone cliënt van een (financiële) onderneming, kan hij dan ook niet opzeggen als hij meent dat het pensioenfonds onzorgvuldig te werk gaat. Dat wringt. Het wringt temeer, omdat hij bij schending van belangrijke verplichtingen zoals de prudent person-regel en de zorgplicht bij uitbesteding, geen nakoming of schadevergoeding kan vorderen. begunstigden van een zuivere premiereregeling kunnen wél nakoming en schadevergoeding vorderen bij schending van de prudent person-regel, maar niet bij schending van de zorgplicht bij uitbesteding. In feite staat de individuele begunstigde met lege handen wanneer zijn belangen door schending van deze verplichtingen worden geschonden.

Daar staat tegenover dat de Pensioenwet voor de begunstigden van een pensioenfonds voorziet in bevoegdheden die ingrijpen in de organisatie van het fonds. De wet voorziet niet in vergelijkbare bevoegdheden voor cliënten van financiële ondernemingen.

De precieze wijze waarop de begunstigden invloed kunnen uitoefenen, hangt af van het bestuursmodel dat het pensioenfonds hanteert. Er zijn vijf bestuursmodellen mogelijk. Die bestuursmodellen draaien om (vertegenwoordiging in en bevoegdheden van) het bestuur, het interne toezicht en het inspraakorgaan.

De begunstigden zijn meestal vertegenwoordigd in het bestuur of het interne toezicht. Ze zijn in ieder geval vertegenwoordigd in het inspraakorgaan. Tot de bevoegdheden van het inspraakorgaan behoren het recht om het bestuur over bepaalde onderwerpen te adviseren (met het recht op beroep bij de rechter als het advies niet wordt gevolgd) en het enquêterecht. Zijn de begunstigden niet vertegenwoordigd in het bestuur, dan heeft het inspraakorgaan bovendien goedkeuringsrechten. Over onderwerpen die aan een goedkeuringsrecht zijn onderworpen, kan het bestuur niet rechtsgeldig beslissen zonder de vereiste goedkeuring. De bevoegdheden van het inspraakorgaan moeten niet worden onderschat. Nochtans staan inspraakorganen niet bekend om hun activistische karakter.

### 8.3 Aanbevelingen met betrekking tot de uitbestedingsregels

#### 8.3.1 Aanbevelingen voor de wetgever

De uitbestedingsregels zijn per financiële sector verschillend uitgewerkt. Die verschillen zijn willekeurig. De verschillen in (mate en richting van de) uitwerking suggereren ten onrechte dat uitwerkingsvoorschriften voor de ene financiële sector niet relevant zijn voor een andere financiële sector. Dat zijn ze wel. De detailvoorschriften zijn telkens een (willekeurige) uitwerking van de eis over een beheerste en integere bedrijfsvoering te beschikken. Detailvoorschriften voor de ene sector zijn voor een andere sector vaak even relevant. Ik pleit daarom voor een uniformering van de uitbestedingsregels. Uniformering is niet altijd eenvoudig. Europese richtlijnen bevatten vaak gedetailleerde uitbestedingsvoorschriften voor een specifieke sector. De uitbestedingsvoorschriften in sectorale Europese richtlijnen zijn zelf ook maar matig geüniformeerd. Toch kan de Nederlandse wetgever meer uniformering bereiken. Ze kan dat in ieder geval voor de sectoren waarvan de uitbestedingsregels niet door Europese richtlijnen worden bestreken.

Het onderliggende probleem van de sectoraal verschillende uitbestedingsregels is dat de Wft tot stand is gekomen als beleidsarme omzetting van de sectorale voorlopers van die wet. De Wft is daardoor altijd een verzameling gebleven van sectorale regels die niet altijd goed op elkaar zijn afgestemd. Daarnaast vormen de Pensioenwet en de Wvb ook weer een sectorale regeling. Uniformering is ook hier wenselijk. Wederom geldt dat uniformering niet altijd zal meevallen als gevolg van sectoraal opgestelde Europese richtlijnen.

Bij de uniformering kan in de Pensioenwet en de Wvb een pendant van art. 1:23 Wft en van art. 1:75, lid 3, Wft worden opgenomen. Artikel 1:23 Wft bepaalt dat rechtshandelingen die zijn verricht in strijd met de Wft, niet uit dien hoofde aantastbaar zijn. Art. 1:75, lid 3, Wft bepaalt dat een aanwijzing van de toezichthouder niet mag strekken tot aantasting van overeenkomsten met derden. Vóór opneming van die pendants in de Pensioenwet en de Wvb, moet eerst worden onderzocht met betrekking tot welke delen van die wetten deze pendants hebben te gelden. Zo moet een pensioenovereenkomst die is gesloten in strijd met de daaraan te stellen eisen waarschijnlijk wél aantastbaar blijven.

Uniformering van de uitbestedingsregels is wenselijk; uniformering van het handhavingssysteem is nodig. Ten eerste is het naar de huidige stand van zaken mogelijk dat financiële ondernemingen uit verschillende sectoren voor exact dezelfde overtreding een verschillende boete krijgen. Als het gaat om (bank- en zuivere) beleggingsondernemingen kunnen zelfs ondernemingen uit dezelfde financiële sector verschillende boetes krijgen voor dezelfde overtreding. Dit verschil is niet te rechtvaardigen.

Ten tweede kennen de Wft en de Pensioenwet verschillen in de handhavingsbevoegdheden van de toezichthouder. Die verschillen zijn niet goed te begrijpen, temeer omdat bij de opstelling van de Pensioenwet zo veel mogelijk is aangesloten bij de Wft. Zo is enkel in het Bupw het voorschrift geschrapt dat de toezichthouder slechts een onderzoek ter plaatse doet of laat doen, indien niet op andere wijze kan worden vastgesteld dat ten aanzien van de uitbestede werkzaamheden de wet wordt nageleefd. Voorts voorzien de Wft en de Pensioenwet ten dele in andere consequenties bij niet-naleving van een aanwijzing. In dit onderzoek ben ik niet ingegaan op de stille curatele, de bewindvoering en op strafrechtelijke handhavingsbevoegdheden, maar een eenvoudige vergelijking leert dat de Wft en de Pensioenwet ook op deze punten verschillen.

Artikelen 32a Bpr en 38k Bgfo kunnen worden geschrapt. In deze artikelen is bepaald dat de daar genoemde uitbestedingsvoorschriften voor betaal- en elektronischgeldinstellingen slechts van toepassing zijn voor zover het uitbesteding van belangrijke werkzaamheden betreft. Die beperking vloeit al voort uit het onderdeel “wezenlijke” werkzaamheden in de definitie van uitbesteding.

De Wft bevat geen gemitigeerd regime voor groepsuitbesteding door beleggingsondernemingen. Dat is in strijd met de Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Een op te nemen groepsregime hoeft niet heel gemitigeerd te zijn. De uitbestedende beleggingsonderneming moet wel “in control” blijven, terwijl van het bestaan van groepsrelaties niet noodzakelijk veel “control” te verwachten is.

Artikel 135, lid 3, Pensioenwet bepaalt, kort gezegd, dat pensioenfondsen de prudent person-regel niet hoeven toe te passen op staatsobligaties. Die bepaling is op grond van de Pensioenrichtlijn toegestaan, maar onverantwoord met het oog op de belangen van de begunstigden van een pensioenregeling. De bepaling verdient te worden geschrapt.



Dagelijksbeleidsbepalers van pensioenfondsen moeten “deskundig” zijn. Dat geldt ook voor dagelijksbeleidsbepalers van financiële ondernemingen, maar daar is in 2012 de terminologie gewijzigd van “deskundig” naar “geschikt”. Een inhoudelijk verschil werd daarmee niet bedoeld. Voor het pensioenrecht werd eenzelfde terminologische wijziging aangekondigd, maar die is slechts halfslachtig doorgevoerd. Om terminologische verwarring te voorkomen, is het goed als de wetgever de terminologische wijziging van “deskundig” naar “geschikt” ook in de pensioenregelgeving consistent doorvoert.

### 8.3.2 *Aanbeveling voor de toezichthouder*

Ook de toezichthouder kan een bijdrage leveren aan een rechtvaardiger boetestelsel. Doordat de uitbestedingsregels per sector in willekeurige maten van detail zijn uitgewerkt, kan een uitbestedende onderneming in de ene sector méér overtredingen begaan dan een uitbestedende onderneming in een andere sector die op exact dezelfde wijze tekort schiet. Dat leidt ook tot een verschillend aantal boetes dat de toezichthouder kan opleggen. Bovendien verschillen tussen de verschillende financiële sectoren de (wettelijk voorgeschreven) boetebedragen voor eenzelfde overtreding. Dit leidt tot onrechtvaardige uitkomsten. Het is uiteindelijk de wetgever die (de oorzaken van) deze onrechtvaardigheid moet wegnemen. Tot die tijd kan de toezichthouder een bijdrage leveren door op dit punt beleid te ontwikkelen.

### 8.3.3 *Aanbevelingen voor uitbestedende ondernemingen*

De grens tussen uitbestedingen die al of niet onder het bereik van de uitbestedingsregels vallen, is niet scherp te trekken. Bovendien kan een uitbesteding die eerst niet onder het bereik van de uitbestedingsregels valt, in een later stadium van materiële belang worden en alsnog onder het bereik ervan komen te vallen. Het is beter om het zekere voor het onzekere te nemen en in grensgevallen de uitbestedingsregels toe te passen. Ook wanneer een uitbesteding niet onder het bereik van de uitbestedingsregels valt, moet de onderneming “in control” blijven om aan de eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering te voldoen. Het ligt dan toch al voor de hand om bij de uitbestedingsregels aan te sluiten.

Om bij uitbesteding de wettelijk vereiste “control” te bereiken, volstaat het niet om de uitbestedingsvoorschriften voor de eigen sector toe te passen. De sectorale uitwerkingen zijn willekeurig. Maar zelfs wanneer de

uitbestedende onderneming de uitbestedingsvoorschriften voor andere financiële ondernemingen erbij betreft, is "control" niet gegarandeerd. De sectorale uitwerkingen zijn evenmin uitputtend. Het gaat erom dat de uitbestedende onderneming systematisch nagaat welke risico's zich kunnen voordoen en dat zij daarop adequate maatregelen neemt.

Het vierde hoofdstuk van dit proefschrift bevat tal van suggesties voor maatregelen die een uitbestedende onderneming kan nemen. De suggesties zijn toegespitst op pensioenfondsen die hun vermogensbeheer uitbesteden. Veel suggesties zijn ook in andere uitbestedingssituaties toepasbaar. Het is geenszins nodig dat alle suggesties steeds worden toegepast. Waar het op aan komt, is of het geheel van genomen maatregelen voldoende "control" geeft. Zo kan een beperkte bevoegdheid tot het geven van aanwijzingen bijvoorbeeld heel acceptabel zijn als er een goede beëindigingsregeling in de overeenkomst is opgenomen.

Men moet niet te snel aannemen dat er veel "control" van uitgaat wanneer de dienstverlener onder financieel toezicht staat of een groepsmaatschappij is. In het verleden is afdoende gebleken dat ondernemingen die onder financieel toezicht staan, niet vrij van problemen zijn. Groepsstructuren kunnen niet enkel sturingsmogelijkheden jegens de groepsdienstverlener opleveren. Ze kunnen ook in de weg staan aan serieus ingrijpen. Het is dan ook begrijpelijk dat toezichthouders huiverig zijn voor een al te soepele benadering bij groepsuitbesteding.

Vaak wordt bij een groepsuitbesteding wel op (iets) soepelere voorwaarden gecontracteerd. Het is dan voor groepsuitbesteders van belang dat wanneer hun groepsdienstverlener "uitvaart", zij controleren of zij ook na het uitvaren van de dienstverlener nog voldoende "in control" zullen zijn.

Het is soms wel, soms niet verplicht om een voorgenomen uitbesteding bij de toezichthouder te melden. Het verdient aanbeveling om ze steeds te melden. Het helpt voorkomen dat de uitbesteding het toezicht belemmert. Mogelijk ook raakt de uitbestedende onderneming in een vroeg stadium bekend met eventuele bezwaren die bij de toezichthouder leven. Daar vooraf rekening mee te kunnen houden, voorkomt dat achteraf de uitbestedingsrelatie moet worden aangepast of zelfs beëindigd.

Het is vrij gebruikelijk dat contractsonderhandelingen worden gevoerd aan de hand van een modelovereenkomst van de dienstverlener. Het is beter de onderhandelingen te voeren aan de hand van een eigen modelovereenkomst.

In de huidige financiële markten komen vaak lange ketens van dienstverlening voor. Het is van belang dat een uitbestedende onderneming haar dienstverlener verplicht om de voorwaarden waaronder die dienstverlener heeft gecontracteerd als kettingbeding in de verdere keten door te geven.



## ENGLISH SUMMARY OF THE CONCLUSIONS

This research is aimed at understanding the outsourcing rules in the (entire) financial sector. It is also focused on pension funds that outsource their asset management. Such pension funds serve as a case, both from which to draw lessons and to illustrate these lessons. This research shows there is a common system underlying the outsourcing rules for the various financial sectors. Therefore, as a rule, these lessons can also be applied in those other financial sectors.

In order to obtain an understanding of the outsourcing rules in the financial sector, the following research questions were posed:

1. Is there a common underlying system to the mutually different outsourcing rules for the various financial sectors and, if so, what is that system?
2. When does an outsourcing fall within the scope of the outsourcing rules?
3. How can or should an outsourcing organisation implement the outsourcing rules?
4. How does outsourcing affect the position of the regulator?
5. How does outsourcing affect the position of the beneficiary or the customer of the outsourcer?

### **1. First question: a common system**

The first research question is relevant because the outsourcing rules in the Financial Supervision Act and the Pensions Act are inconsistent. In the first chapter I described them as a “hotchpotch”. The outsourcing rules vary from one financial sector to another, but they also show similarities. If there is a common underlying system, then the outsourcing rules for “other” financial sectors would be relevant to one’s “own” financial sector.

This study shows that the various sectoral outsourcing rules do indeed share a common underlying system. The basic principle of the system is that the outsourcing company remains fully responsible to its regulator and to its clients or beneficiaries for the acts or omissions of its

service provider as if it were its own acts or omissions. In order to live up to its responsibility, it must remain in control of the outsourced activities as if they were its own activities.

As a result of the outsourcing, activities “leave” the organisation. In terms of the outsourcing regulations, however, they remain part of its own operations. The outsourcing rules can be understood as an interpretation or extension of the requirement that a pension fund or financial institution has a controlled and incorruptible operations management. In essence, therefore, it is a standard of due care. The outsourcer must assess which risks are connected to its outsourcing of activities and then take appropriate action. Measures are adequate when they are proportionate to the risks they address.

For various financial sectors, this standard of due care has partly been worked out in more or less specific rules. These rules vary from one financial sector to another, but they are always an elaboration of the same underlying common system. Therefore, I advocate a cross-sectoral analogous application of the outsourcing rules.

## **2. Second question: the scope of the outsourcing rules**

The scope of the outsourcing rules is defined by three criteria. These criteria are:

1. the service provider is a “third party”,
2. the outsourced activities are “own” to its operations, and
3. the outsourced activities are “material” for its operations.

Licensed or authorised activities are “own” and “material” by definition. Activities that support licensed or authorised activities are “own” activities as well, but not necessarily “material”. It is not possible to draw a sharp line between “material” and “non-material” activities. For each case, one should make a reassessment of the extent of the (negative) consequences for the outsourcing firm or its clients, should there be problems in the performance of the outsourced activities. A minor issue for one outsourcing company, may be a capital issue for another company. The materiality of the activities should periodically be reassessed because the materiality of the outsourced activities may change over time.

In pension law literature, the general opinion is that an occasional outsourcing does not fall within the scope of the outsourcing rules. This view is incorrect. An occasional outsourcing may be “material” as well.

While this may seldom be the case, a categorical exception of occasional outsourcing is unjustified and inconsistent with the intent of the legislator.

The importance of the distinction between outsourcing that does or does not fall within the scope of the outsourcing rules should not be exaggerated. The outsourcing rules are an elaboration of the requirement of a controlled and incorruptible operations management. Even when an outsourcing just misses to meet the criteria to fall within the scope of the outsourcing rules, the company must ensure a controlled and incorruptible operations management. Although there is no obligation in such cases to comply with the outsourcing rules, it is a logical step to remain in keeping with them.

### **3. Third question: the implementation by the outsourcing organisation**

The outsourcing rules are essentially a standard of due care. They require an approach proportional to the risks associated with outsourcing. It is therefore not possible to indicate what concrete measures an outsourcer should take. Sometimes, sectoral regulations include concrete, precise rules. It is not sufficient, however, for an outsourcing company to tick off such detailed sectoral regulations. There is no sectoral regulation that contains precise rules on every aspect of any outsourcing. In the end, what counts is that risks are identified and adequately addressed. This may take more far-reaching measures than have been detailed in a specific (or even other) sectoral regulation.

In this study, numerous measures that a company can take to manage the risks associated with outsourcing are systematically brought to light. Those suggestions should (certainly) not always be followed. The measures taken must be proportionate to the risks. The matter always comes down to the question whether the set of taken measures is sufficient to adequately control the risks associated with the outsourcing at hand. Thus, a limited power to issue instructions may be quite acceptable when a termination arrangement is included in the agreement that allows the outsourcer to terminate anytime without costs. (Of course, this would require that the activities can actually be handed over to a successive service provider within a short time). Also, a limitation of liability in favour of the service provider may be fair, provided that sufficient incentive remains for the service provider perform to the best of its abilities.

#### **4. Fourth question: the position of the regulator**

Both the supervision and the enforcement by the regulator focus primarily on the outsourcing company. However, the regulator can extend its reach to the service provider. This is particularly important when the outsourcer or service provider frustrates the exercise of the supervisory powers.

In principle, the outsourcing company is the party that should provide its regulator with all necessary information. However, the outsourcing company must stipulate that its regulator has a right to directly address its requests for information to the service provider and a right to execute a site survey at the premises of the service provider. This enables the regulator to obtain control information faster and to determine for that the outsourced work is carried out correctly. Nevertheless, the burden for the service provider will be limited. The proportionality principle requires that the regulator exercises its powers in the least burdensome way. Consequently, he must focus, in principle, on the outsourcer. It also follows from the principle of proportionality that if the regulator turns to the service provider, it can request no more information than is reasonably needed for the exercise of its statutory duties. Moreover, it can exercise no powers towards the service provider which he had been unable to exercise against the outsourcer. This is true even if the service provider has agreed contractually with further-reaching investigative powers for the regulator.

Furthermore when seeking to enforce the compliance to regulations, the regulator must, in principle, focus on the outsourcer. The regulator has plenty of powers to force an outsourcing company to comply with the applicable rules. In practice, it uses mostly the conformity conversation ("*normoverdragend gesprek*"), the instruction, the penalty and the provisional penalty. An instruction or a provisional penalty may also require an outsourcing company to intervene in the outsourcing relationship in a prescribed manner. The outsourcing company may even be required to terminate the relationship. In any case, the required action must be proportionate to the offence.

#### **5. Fifth question: the position of the beneficiary or client**

An outsourcing arrangement must not alter the relationship with the beneficiaries or clients. It is difficult to imagine that it could, in the legal sense. The beneficiary or client has a relationship with his pension fund or financial institution. It is the pension fund or financial institution that is



responsible for the performance of its obligations towards its beneficiaries or clients, whether that company has outsourced certain activities or not.

Nevertheless, the relationship with the beneficiary or client may change if the pension fund or financial institution has agreed to an exclusion of liability for the service provider (or at least to a further extent than it has limited its liability for its own actions). In such a case, the opportunities for a beneficiary or client to tackle his pension fund or financial institution about deficiencies or to take recourse are limited by the outsourcing arrangement. Therefore, an outsourcing company cannot limit its liability for acts or omissions of its service providers to a further extent than it has limited its liability for its own acts and omissions.

## **6. Final Conclusion**

As stated above, the basic principle is that the outsourcing company remains fully responsible to its regulator and its clients or beneficiaries for the acts or omissions of its service as if it were its own. In order to live up to this responsibility, it must remain "in control" over the outsourced activities as if they were its own.

In essence, the outsourcing rules hinge on three basic rules: 1) A company that outsources activities must do so in a careful way, 2) the outsourcing must not obstruct supervision by the regulator and 3) the outsourcing must not change the relationship with its beneficiaries or clients.

All things considered, the outsourcing rules do not change that much compared to a world without them. Indeed, outsourcing must not change the relationship with the beneficiaries or clients. I already discussed that such a change in relationship is difficult to imagine. Obviously, an outsourcing must not obstruct supervision either. In the same way that a company must fulfil its obligations towards beneficiaries or clients, regardless of whether the work is outsourced, it must also fulfill its obligations to the regulator. A company that outsources activities must do so in with care. Nonetheless, even without outsourcing rules, an outsourcing company would have to arrange the outsourcing in a careful way in order to meet its obligations towards its regulator and its beneficiaries or clients.

The outsourcing rules wether such clarify especially what an outsourcing company should do, outsourcing rules exist or not. Careful outsourcing is a matter of analysing the (potential) risks and controlling

these risks by taking adequate measures. The outsourcing rules can therefore be understood as an elaboration of the obligation to possess a controlled and incorruptible operations management.

I do not claim, however, that the outsourcing rules do not matter, or that outsourcing is a topic that does not matter. On the contrary, it takes quite an effort to handle an outsourcing with due care. However, that would also be the case without such outsourcing rules. The relevance of the outsourcing rules lies, among others, in putting the subject on the agenda of pension funds and financial institutions. That has been different in the past. In addition, they provide outsourcing companies with a guide to what issues to pay attention to when outsourcing (carefully). It would have been better, though, had that “guide” been more consistent.

## LITERATUURLIJST

### **Actuarieel Genootschap 2010**

Actuarieel Genootschap, *The Prudent-Person Rule in Relation to Investment Policy*, 2010, p. 16 en 30.

### **Akkermans 2011**

P.J.M. Akkermans, Kortens, afstempelen, versoberen, verminderen: de "kleine lettertjes" onder de loep, *PensioenMagazine* 2011/22.

### **Albers 2007**

C.L.G.F.H. Albers, annotatie bij: HR 13 oktober 2006, *AV&S* 2007, 15 (Vie d'Or)

### **Albers 2008**

C.L.G.F.H. Albers, annotatie bij: CBb 1 november 2007, *JB* 2008/34

### **Van Angeren 2009**

J.R. van Angeren, Bestuursrechtelijke handhaving, in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen* (Serie Onderneming en Recht, deel 52).

### **Van Angeren 2013**

J.R. van Angeren, De last onder dwangsom, in D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen & G.V. Naber, *Onderneming en sanctierecht*, Deventer: Kluwer 2013.

### **Van Asbroeck & De Coster 2005**

B. van Asbroeck & T. de Coster, Outsourcing en intellectuele-eigendomsrechten, *Computerrecht* 2005, 29.

### **Van Asselt & Bastian 2014**

R.J. van Asselt & T.H.C. Bastian, Uitbesteding bij pensioenfondsen bepaald geen sinecure, *PensioenMagazine* 2014/132

**Asser/Van der Grinten & Kortmann 2-I 2004**

W.C.L. van der Grinten & S.C.J.J. Kortmann, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Vermogensrecht. Deel I. De vertegenwoordiging, Deventer: Kluwer 2004.

**Asser/Hartkamp 3-I\* 2011**

A.S. Hartkamp, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 3. Vermogensrecht. Deel I\*. Europees recht en Nederlands vermogensrecht, Deventer: Kluwer 2011.

**Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I\* 2012**

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel I\*. De verbintenis in het algemeen, eerste gedeelte, Deventer: Kluwer 2012.

**Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III 2014**

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel III. Algemeen overeenkomstenrecht, Deventer: Kluwer 2014.

**Asser/ Maeijer & Kroeze 2-I\* 2015**

M.J. Kroeze, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I. De rechtspersoon, Deventer: Kluwer 2015.

**Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009**

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. R.G.J. Nowak), Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II. De naamloze en besloten vennootschap, Deventer: Kluwer 2009.

**Asser/Rensen 2-III\* 2012**

G.J.C. Rensen (m.m.v. J.M. Blanco Fernández), Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel III. Overige rechtspersonen. Vereniging, coöperatie, onderlinge waarborgmaatschappij, stichting, kerkgenootschap en Europese rechtsvormen, Deventer: Kluwer 2012.

**Asser/Scholten 1974, nr. 17 en nr. 20**

P. Scholten, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. Algemeen deel, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1974.

**Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014**

T.F.E. Tjong Tjin Tai, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 7. Bijzondere overeenkomsten. Deel IV. Opdracht, incl. de geneeskundige behandelingsovereenkomst en de reis-overeenkomst, Deventer: Kluwer 2014.

**Asser/Vonken 10-I 2013**

A.P.M.J. Vonken, Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 10. Internationaal privaatrecht. Deel I. Algemeen deel, Deventer: Kluwer 2013.

**Van Baalen 2006**

S.B. van Baalen, Zorgplichten in de effectenhandel (Serie Recht en praktijk, deel 140), Deventer: Kluwer 2006.

**Van Baalen 2010**

B. van Baalen, Aansprakelijkheid als gevolg van een schending van Wft-regels, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Deventer: Kluwer 2010.

**Bakker & De Groot, 2009**

P.S. Bakker & J.W. de Groot, Onvoorziene omstandigheden: de stand van zaken, WPNR 2009/6797.

**Bakkers 2006**

R.W.A. Bakkers, De rol van de compliance-functie in het uitbestedingproces, TvCo 2006, p. 138-146.

**Barents & Brinkhorst 2012**

R. Barents & L.J. Brinkhorst, Grondlijnen van Europees Recht, Deventer: Kluwer 2012.

**Bastian 2007**

R. Bastian, Class action: een fiduciaire verantwoordelijkheid, TPV 2007/13.

**Bauer & Hummels 2008**

R. Bauer & H. Hummels, Pensioenfondsen en verantwoord beleggen: rendement en risico?, TPV 2008/6.

**Berkvens 2012**

J.M.A. Berkvens, Clou(d)(t)sourcing binnen de financiële sector, FR 2012, p. 444-449.

**Berkvens 2014**

J.M.A. Berkvens, Privacyaspecten, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Van Beukering-Rosmuller 2006**

E.J.M. van Beukering-Rosmuller, Imprévision en zelfregulering. Het belang van zelfregulering met betrekking tot onvoorziene omstandigheden in zakelijke contractuele (duur)relaties, de juridische inkadering en nadere vormgeving daarvan, NTBR 2006, 10

**Beulen 2005**

E.J.J. Beulen, Offshore outsourcing, Den Haag: Academic Service 2005

**Beulen & Delen e.a. 2006**

E. Beulen, G. Delen e.a., Outsourcing van IT – Management guide, Zaltbommel: Van Haren Publishing, 2006.

**Bierens 2012**

B. Bierens, De overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies. Een gereguleerde contractuele verhouding, MvV 2012, p. 132-138

**Bierens 2013**

B. Bierens, Het waarheen en waarvoor van de bancaire zorgplicht, NTBR 2013/3

**Bierman & Van Leeuwen 2006**

M.L. Bierman & M.J. van Leeuwen, Insight into Offshoring, Amsterdam: SEO Economic Research, 2006.

**Bikker 2013**

J.A. Bikker, De kostenefficiëntie van pensioenfondsen, TPV 2013/33.

**Bikker & De Dreu 2006**

J.A. Bikker & J. De Dreu: Pension fund efficiency: the impact of scale, governance and plan design (DNB Working Paper 109), 2006.

**Bikker, Steenbeek & Toracchi 2010**

J.A. Bikker, O.W. Steenbeek & F. Toracchi: The impact of scale, complexity, and service quality on the administrative costs of pension funds: A cross-country comparison (DNB Working Paper 258), 2010.

**Blake 1996**

D. Blake, Efficiency, risk aversion and portfolio insurance: an analysis of financial asset portfolios held by investors in the United Kingdom, *The Economic Journal* 1996, p. 1175-1192.

**Blake 2014**

D. Blake, On the disclosure of the costs of investment management, (Pensions Institute) mei 2014.

**Blom 2000**

O.F. Blom, Wijziging PSW: aanknopingspunten voor de ontslagpraktijk, *ArbeidsRecht* 2000, 39.

**Blom 2013**

L.H. Blom, Bestuur, medezeggenschap, verantwoording en intern toezicht in: E. Lutjens (red.), *Pensioenwet, Analyse en commentaar*, Kluwer: Deventer: 2013.

**Van Boom 2006**

W.H. van Boom, Financiële toezichtwetgeving en nietige overeenkomsten, *VrA* 2006, p. 5-36

**Borgers 2008**

M.J. Borgers, annotatie bij: HvJEU 17 juli 2008, NJ 2008, 586.

**Borgesius 2007**

J. Borgesius, Zachte en harde normoverdracht, *VA* 2007-4.

**Bosch e.a. 2014**

D.G.M. Bosch e.a., NR2F1 mutations cause optic atrophy with intellectual disability, *Am. J. Hum. Genet.* 2014, p. 303-309.

**Bosch 2016**

D.G.M. Bosch, Cerebral visual impairment: from clinic to genetics, (te verschijnen in 2016).

**Boshuizen & Jager, 2010**

G.R. Boshuizen & B.H. Jager, Verzekerd van toezicht: regelgeving voor herverzekeraars, levensverzekeraars, natura-uitvaartverzekeraars en schadeverzekeraars op grond van de Wet op het financieel toezicht, Deventer: Kluwer 2010.

**Boumans & De Greef**

M.E.C. Boumans & R.M.J.M. de Greef, Enkele hoofdlijnen en aandachtspunten van het wetsvoorstel algemeen pensioenfonds, TPV 2015/3.

**Bovenberg, Maatman & Winter 2011**

A.L. Bovenberg, R.H. Maatman & J.W. Winter, Governance van pensioen-uitvoering, in: R.H. Maatman e.a. (red.), Onderneming en Pensioen (Serie Onderneming en Recht, deel 64), Kluwer: Deventer 2011.

**Brandsma-van Dijk & Van Dijk 2013**

M.M.F. Brandsma-van Dijk & A.G. van Dijk, Uitbesteding van vermogensbeheer door pensioenfondsen. Een uitdagende sport!, TPV 2013/9.

**Brück 1995**

Brück 1995, Make versus buy: The wrong decisions cost. The McKinsey Quarterly 1995, p. 28-47.

**Van de Bult 2014**

F.C.A. van de Bult, Beloningen in de financiële sector: never waste a good crisis, in: C.J.H. Jansen & L.G. Verburg, Onderneming en beloning (Serie Onderneming en Recht, deel 82), Deventer: Kluwer 2014, p. 235-259.

**Bulten 2014**

C.D.J. Bulten, De vennootschap en de geconstrueerde werkelijkheid, Deventer: Kluwer 2014.

**Busch 2011**

D. Busch, annotatie bij Rb Amsterdam 23 december 2009, AA 2011/5 (OPG/State Street).



**Busch 2012a**

D. Busch, Het 'civiel effect' van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders, *Ondernemingsrecht* 2012/12.

**Busch 2012b**

D. Busch, De bijzondere zorgplicht van de bank als beleggingsadviseur, *AA* 2012/10.

**Busch 2013**

D. Busch, De civiele zorgplicht van banken tegenover professionele beleggers – renteswaps met (semi-)publieke instellingen en het MKB, *Ondernemingsrecht* 2013/33.

**Busch 2014**

D. Busch, *Vermogensbeheer (Serie Monografieën BW, deel B-8)*, Deventer: Kluwer 2014.

**Busch & Arons 2015**

D. Busch & T.M.C. Arons, annotatie bij: HvJEU 29 april 2015, *AA* 2015, p. 198-701.

**Busch & Van den Hurk 2014**

D. Busch & A.J.A.D. van den Hurk, Bestuursverboden en toetsing van beleidsbepalers in de financiële sector, in: *Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod (Preadvies van de vereniging 'Handelsrecht'*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014.

**Busch & Silverentand 2012**

D. Busch & L.J. Silverentand, *The Netherlands*, in: D. Busch & D. DeMott (red.), *Liability of asset managers*, Oxford: Oxford University Press 2012, p.199-250.

**Van Buuren e.a. 2011**

P.J.J. van Buuren e.a., *Bestuursdwang en dwangsom (Reeks Master/monografieën staats- en bestuursrecht)*, Deventer: Kluwer 2011.

**Van Bijnen & Van Boom 2005**

R.H.J. van Bijnen en W.H. van Boom, *Nietigheid bij overtreding van financiële toezichtwetgeving (Position paper)* 2005.

**Cats 2012**

R. Cats, Pensioenfondsen terughoudend over hypotheekplan Wientjes, Het Financieele Dagblad 23 november 2012.

**Cherednychenko 2009**

O.O. Cherednychenko, European Securities Regulation, Private Law and the Firm-Client Relationship, ERPL 2009, p. 925-952

**Cherednychenko 2010**

O.O. Cherednychenko, De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen publiek- en privaatrecht, NTBR 2010, p. 66-77.

**Cherednychenko 2012**

O.O. Cherednychenko, Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële 'toezichtprivaatrecht' en zijn betekenis voor het verbintenisrecht, RMThemis 2012/5.

**Cherif & Lemmers 2014**

N. Cherif & N. Lemmers, De recuperatieplicht: zorg voor de belegger en diens portefeuille, FR 2014, p. 177-185.

**Chirico 2010**

A. Chirico, Outsourcing in the Financial Services Industry, EBLR 2010, p. 89-100.

**Cortenraad 2012**

W.H.F.M. Cortenraad, Hoe bijzonder is de bijzondere zorgplicht?, Ondernemingsrecht 2012/128.

**Crauwels 2011**

H.A.N.J. Crauwels, Hoe om te gaan met herstel van kortingen en verlenen van inhaaltoeslagen?, PensioenMagazine 2011/88.

**Czech & Szlachetka 2009**

T. Czech & E. Szlachetka, Outsourcing under MiFID, J.I.B.L.R. 2009, 24(3), p. 146-153.

**Van Dam 2008**

C.C. van Dam, annotatie bij: HR 13 oktober 2006, NJ 2008, 529 (Vie d'Or).

**Danneel 1995**

M. Danneel, *Weduwen en wezen in het laat-middeleeuwse Gent*, (Studies in Urban Social, Economic and Political History of the Medieval and Modern Low Countries, vol. 3), Apeldoorn/Leuven, Garant: 1995.

**Dautzenberg & De Jong 2010**

C.J.M. Dautzenberg & M.T. De Jong, *Een bestuursbureau. Dé oplossing voor besturingsproblematiek van pensioenfondsen?*, 2010.

**Davis 2002**

E.P. Davis, *Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investors' portfolios*, *Journal of Pension Economics and Finance*, 2002-2, p. 157-191.

**Dieben 2012**

E.M. Dieben, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten*, art. 1:23 Wft (bijgewerkt tot 17 september 2012).

**De Dreu 2013**

J. de Dreu, *Empirical essays on the governance of financial institutions* (diss.), Ridderkerk: Ridderprint 2013.

**Doorenbos 2013**

D.R. Doorenbos, *Daderschap en aansprakelijkheid van leidinggevend*, in: D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen & G.V. Naber, *Onderneming en sanctierecht*, Deventer: Kluwer 2013.

**Drion 1999**

C. Drion, *Engelstalige contracten in de Nederlandse rechtspraktijk; uitleg, problemen en praktische oplossingen*, *Contracteren* 1999, p. 13-19.

**Van Dijk 2004**

J.M. van Dijk, *Contouren*, in: J.M. van Dijk & H.V. Oppelaar, *Voorstel van Wet op het financieel toezicht: Beschouwingen over de regulering van de financiële markten* (Preadvies voor de Vereniging van Effectenrecht. Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 81), Deventer: Kluwer 2004.

**Dijk/Van der Ploeg 2013**

C.H.C. Overes, T.J. van der Ploeg & W.J.M. van Veen, *Van vereniging en stichting, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij*, Deventer: Kluwer 2013.

**Van Dijken Eeuwijk 2012**

M.G.M. van Dijken Eeuwijk, Offshoring; challenging the obvious?, TvJ, 2012.

**Dijkhoff 2010**

A.A.J. Dijkhoff, Kluwer Sociale Zaken, Commentaar bij: Wet verplichte beroepspensioenregeling, Artikel 43.

**Van Eersel 2014**

M. van Eersel, Hypothecair krediet: de klant centraal of soms toch niet?, MvV 2014, p. 195-201.

**Eisma 2002**

S.E. Eisma, Sancties en geschillen, in S.E. Eisma (red.), Leerboek Effectenrecht, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 287-289.

**Ernste 2012**

P.E. Ernste, Bindend advies (Serie Onderneming en Recht, deel 74), Deventer: Kluwer 2012.

**Van Esch & Timmerman 2014**

R.E. van Esch & S. Timmerman (red.), Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Esser & Van der Spek 2012**

M. Esser & R. van der Spek, Anderhalf jaar PPI: een update, Pensioen-Magazine 2012, 89.

**Euverman 2008**

M. Euverman, Uitbesteding vermogensbeheer: what else is new?, TPV 2008/2.

**Fontaine e.a. 2002**

M. Fontaine, D. Philippe & C. Delforge, Les aspects juridiques de l'«Outsourcing», Actes du colloque organisé à Louvain-la-Neuve. Extrait, Brussel: Bruylant 2002.

**Frank 2005**

S.J. Frank, Source Out, Risk In, IEEE Spectrum 2005, p. 60-62.

**Franken 2004**

H. Franken, Rechtsgeleerdheid in de rij der wetenschappen, NJB 2004.

**Friedman & Savage 1948**

M. Friedman & L.J. Savage, The utility analysis of choices involving risk, Journal of Political Economy, 1948, p. 279-304.

**Gerards 2007**

J.H. Gerards, Het evenredigheidsbeginsel van art. 3:4 lid 2 Awb en het Europese recht, in: T. Barkhuysen, W. den Ouden & E. Steyger (red.), Europees recht effectueren. Algemeen bestuursrecht als instrument voor de effectieve uitvoering van EG-recht, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2007, p. 73-113.

**Gerlach 2012**

V. Gerlach, De procederende deelnemersraad, TRA 2012/25.

**Gerlach 2014**

V. Gerlach, Beheerst beloningsbeleid bij pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders, TRA 2014/13.

**De Geus & Adema 2015**

L.T. de Geus & M. Adema, Integriteit is een werkwoord, TPV 2015/22.

**Gielink e.a. 2011**

J.A. Gielink e.a., Juridische aspecten van korten van pensioenen, TPV 2011/8.

**Van Ginkel 2013**

H. van Ginkel, Het arbitragebeding in algemene voorwaarden, Tilburg: Celsus Juridische Uitgeverij 2013.

**De Graaf 2011**

T.J. de Graaf, Modelsourcingsovereenkomst van de vereniging Platform Outsourcing Nederland, Computerrecht 2011/124.

**Van der Graaff 2013**

P.G. van der Graaff, TPV 2013/49.

**Van der Graaff & Koeleman 2008**

P. van der Graaff & W. Koeleman, Schaalgrootte big issue voor pensioenfondsen, TPV 2008/7.

**De Greef, Kleijne & Schoonhoven 2014**

R.M.J.M. de Greef, P. Kleijne & A. Schoonhoven, Integraal Risicomanagement bij uitbesteding, TPV 2014/26.

**De Greef & Merckx 2015**

R.M.J.M. de Greef & M.M.W.D. Merckx, Pensioenfondsen en BTW – de stand van zaken, TPV 2015/5.

**De Greef & Weller 2013**

R.M.J.M. de Greef en E.J. Weller, Compliance bij pensioenfondsen: een risk-based approach, TvCO 2013, p. 329-330.

**Van der Grinten, Kortmann & Perrick 1994**

W.C.L. van der Grinten, S.C.J.J. Kortmann & S. Perrick, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 51), Deventer: Kluwer 1994.

**Grunberg 2013**

A.Y.Y. Grunberg, Broodroof, Volkskrant 24 januari 2013

**Grundmann-van de Krol 2002**

C.M. Grundmann-van de Krol, Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002.

**Grundmann-van de Krol 2003**

C.M. Grundmann-van de Krol, Verboden effectendienstverlening: van zwart-wit naar zacht grijs?, JORplus 2003, p. 82-89.

**Grundmann-van de Krol 2006**

C.M. Grundmann-van de Krol, Wft: inzichtelijk, marktgericht en beleidsarme omzetting van sectorale toezichtswetten?, Ondernemingsrecht 2006, 44.

**Grundmann-van de Krol 2009**

C.M. Grundmann-van de Krol, Europese invloed: de MiFID, in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), Handboek Beleggingsondernemingen (Serie Onderneming en Recht, deel 52).

**Grundmann-van de Krol 2010a**

C.M. Grundmann-van de Krol, annotatie bij: HR 8 oktober 2010, JOR 2010/345 (Chipshol).

**Grundmann-van de Krol 2010b**

C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen in de mist: op weg naar transparante wetgeving?, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.

**Grundmann-van de Krol 2012**

C.M. Grundmann-van de Krol (m.m.v. J.B.S. Hijink), Koersen door de Wft: regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen, Den Haag: Boom Juridische uitgevers, 2012.

**Grundmann-van de Krol 2013**

C.M. Grundmann-van de Krol, Regulering beleggingsinstellingen en icbe's in de Wft, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2013.

**Grundmann-van de Krol 2015**

C.M. Grundmann-van de Krol, Consultatiewetsvoorstel implementatie UCITS V, Ondernemingsrecht 2015, 49.

**Haentjens 2007**

M. Haentjens, Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007.

**Hamers 2015**

J.J.A. Hamers, Het bestuur van de stichting, in J.J.A. Hamers, C.A. Schwarz, D.F.M.M. Zaman, Handboek Stichting en Vereniging: stichting, vereniging, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij, civielrechtelijk en fiscaalrechtelijk beschouwd, Zutphen: Uitgeverij Paris 2015.

**'t Hart 2015**

F.M.A. 't Hart, Het huisproduct als beste advies, FR 2015, p. 269-270.

**Heemskerk 2013a**

M. Heemskerk, Gelijke behandeling, in: E. Lutjens (red.), Pensioenwet. Analyse en commentaar, Deventer: Kluwer 2013.

**Heemskerk 2013b**

M. Heemskerk, Gemorrel aan instemmingsrecht OR bij pensioenbesluiten, PensioenMagazine 2013/99.

**Heemskerk & De Greef 2012**

M. Heemskerk & R.M.J.M. de Greef, Medezeggenschap bij PPI is gatenkaas, P&P 2012, p. 8-13.

**Heemskerk & De Greef 2013**

M. Heemskerk & R.M.J.M. de Greef, Reactie: Instemmingsrecht OR bij PPI: goed geregeld of niet?, P&P 2013, p. 13-14.

**Heemskerk, De Jong & Maatman 2013**

M. Heemskerk, B.J. de Jong en R.H. Maatman, Hoofdlijnen Pensioenakkoord, juridisch begrepen (Netspar Design Paper, deel 14), Tilburg: Netspar 2013.

**Hendrikse, Van Huizen & Rinkes 2011**

M.L. Hendrikse, H.J.G. van Huizen & J.G.J. Rinkes, Verzekeringsrecht praktisch belicht, Deventer: Kluwer 2011.

**Van der Heijden 2011**

J. van der Heijden, "Supplier codes of conduct" en mensenrechten in een keten van contracten, Contracteren 2011/1.

**Hillen 2008**

J. Hillen, Het handhavingsbeleid van DNB en de AFM, FR 2008, p. 235.

**Van Hoboken e.a. 2012**

J.V.J. van Hoboken, A.M. Arnbak, N.A.N.M. van Eijk, m.m.v. N. Kruijssen, Cloud diensten in hoger onderwijs en onderzoek en de USA Patriot Act, Amsterdam: Instituut voor Informatierecht (UVA) 2012.

**Hoens 2009**

J.A.M.I. Hoens, Uitbesteding: een achilleshiel in de Pensioenwet?, P&P 2009, p. 16-22.



**Honée 2014**

Ch.E. Honée, Het Executive Committee, haken en ogen aan een nieuwe trend, *Ondernemingsrecht* 2014/23.

**Horak 2009**

T. Horak, Outsourcing bei Versicherungsunternehmen. Deutsche und europäische aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen, Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft 2009.

**Den Houdijker 2012**

F.M.J. den Houdijker, Afweging van grondrechten in een veellagig rechtssysteem. De toepassing van het proportionaliteitsbeginsel in strikte zin door het EHRM en het HvJ EU (diss), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2012.

**Hu, Stewart & Yermo 2007**

Y. Hu, F. Stewart & J. Yermo (i.o.v. de OESO), Pension Fund Investment and Regulation: An International Perspective and Implications for China's Pension System, OESO, 2007.

**Huijg & Van Slooten 2013**

T. Huijg & J.M. van Slooten, De opzegging van de uitvoeringsovereenkomst, *TPV* 2013/22.

**De Hullu 2012**

J. de Hullu, Materieel strafrecht. Over algemene leerstukken van strafrechtelijke aansprakelijkheid naar Nederlands recht, Deventer: Kluwer 2012.

**Hulst 2014**

E.H. Hulst, Soms heeft klagen zin: de afbrokkeling van de ongenaakbare status van de overheid, *TGMA* 2014, p. 23-24.

**Hummels & Bauer 2006**

H. Hummels & R. Bauer, Van stille kracht tot stille macht. De interactie tussen pensioenfondsen en ondernemingen inzake corporate governance en maatschappelijk verantwoord handelen, Assen: Koninklijke Van Gorcum 2006.

**Van den Hurk 2013**

A.J.A.D. van den Hurk, Solvency II, (wederom) een tussenstand, FR 2013, p. 154-157.

**Van den Hurk 2014**

A.J.A.D. van den Hurk, Uitbesteding door verzekeraars, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Jacobs 2007**

A.T.J.M. Jacobs, Pensioenrecht. De sociaalrechtelijke en sociaalpolitieke aspecten, Deventer: Kluwer 2007.

**Jansen 2013**

O.J.D.M.L. Jansen, De zelfstandige last en de bindende aanwijzing, in: D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen & G.V. Naber, Onderneming en sanctierecht, Deventer: Kluwer 2013.

**Janssen Groesbeek 2011**

M. Janssen Groesbeek, Wie is er nog bang voor verantwoord beleggen?, TPV 2011/35].

**De Jong 2011**

C.J. de Jong, De verzekeringstussenpersoon en de gevolmachtigd agent (ACIS-serie, deel 7), Zutphen: Uitgeverij Paris 2011.

**De Jong 2013**

C.J. de Jong, Tekst & Commentaar Verzekeringsrecht, Uitleg bij: art. 3:18 Wft.

**Jongen 2008**

H. Jongen (red.), International Outsourcing Law and Practice, Kluwer Law International 2008.

**Joosen 2007**

E.P.M. Joosen, Uitbesteding van werkzaamheden in de Wet op het financieel toezicht, FR 2007, p. 248-261.

**Joosen 2009**

E.P.M. Joosen, Uitbesteding van werkzaamheden, in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), Handboek Beleggingsondernemingen (Serie Onderneming en Recht, deel 52).

**Kalkman, Rijkels & Tielenburg 2011**

W.M.A. Kalkman, J. Rijkels & R. Tielenburg, De verzekeraar als pensioenuitvoerder, in: R.H. Maatman e.a. (red.), Onderneming en Pensioen (Serie Onderneming en Recht, deel 64), Kluwer: Deventer 2011.

**Kappelle 2007**

H.M. Kappelle e.a., Juridische aspecten van verzekerde pensioenen, Amersfoort: Sdu 2007.

**Kappelle 2013**

H.M. Kappelle, De uitvoeringsovereenkomst, in E. Lutjens, Pensioenwet. Analyse en commentaar, Deventer: Kluwer 2013, p. 167.

**Kaufmann e.a. 2009**

D. Kaufmann e.a., Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2008, World Bank Policy Research Working Paper No. 4978, 2009.

**Kerckhaert & Van Zalinge 2012**

P. Kerckhaert & L. van Zalinge, Uitbesteden en Solvency II, FR 2012, p. 264-271.

**Keus 2010**

L.A.D. Keus, Europees privaatrecht (Monografieën BW, deel A30), Deventer: Kluwer 2010.

**Keijser 2006**

P.M. Keijser, Persoonlijke aansprakelijkheid voor WBA-schulden. De risico's voor de (nieuwe) bestuurder, Ondernemingsrecht 2006, 162.

**Khodabaks & Smit 2014**

A.M. R. Khodabaks & R.K.Th.J. Smit, De uitbestedingsovereenkomst, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Klaassen 2011**

C.J.M. Klaassen e.a. (red.), *Onderneming en ADR* (serie *Onderneming en Recht*, deel 66), Deventer: Kluwer 2011.

**Klopper, Krijnen & Petersen 2011**

F. Klopper, G. Krijnen & C. Petersen, *Gids voor uitbesteding* (PBM Dossierreeks nr. 6), Epse: Petersen Consult 2011.

**Kok e.a. 2012**

J. Kok e.a., *Solidariteit in goede en slechte tijden*, TPV 2012/31.

**Konschalla 2013**

T. Konschalla, *Outsourcing. BaFin vergleicht Auslagerungen bei Instituten*, BaFin Journal, August 2013.

**Kooiman 2012**

J. Kooiman, *Plan om pensioengeld naar MKB te loodsen*, Het Financieele Dagblad 22 november 2012.

**Van Kooten 2014**

H.J. van Kooten, *Groene Serie Vermogensrecht*, art. 3:40 BW (bijgewerkt tot 1 juli 2014).

**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: Kluwer 2003.

**Korteweg en Linneman 2015**

D.A. Korteweg & J.J. Linneman, *Uitbesteding van het cliëntendossier en een centraal elektronisch cliëntendossier*, WPNR 2015/7074.

**Kortmann & Maatman 2005**

S.C.J.J. Kortmann & R.H. Maatman, *Uitbesteding door vermogensbeheerders*, *Ondernemingsrecht* 2005, 105.

**Kortmann & Schim 2010**

S.C.J.J. Kortmann & B.F.L.M. Schim, *De (on)aantastbaarheid van met de Wft strijdige rechtshandelingen*, *Onderneming en financieel toezicht*. Serie *Onderneming en Recht*, deel 57, 2010, p. 955-957.

**Van Kranenburg 2009**

E.L.M. van Kranenburg, Ontwikkelingen in het (beheerst) beloningsbeleid, FR 2009, p. 407-415.

**Kristen 2004**

F.G.H. Kristen, Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004.

**Kroeze 2005**

M.J. Kroeze, Bange bestuurders (oratie), Deventer: Kluwer 2005.

**Kuiper 2014**

S.H. Kuiper, De keuze tussen pensioenfondsen en verzekeraar, FR 2014, p. 300-306.

**Kuiper & Lutjens 2011a**

S.H. Kuiper en E. Lutjens, Zorgen om en voor pensioenbeleggingen, TPV 2011/15.

**Kuiper & Lutjens 2011b**

S.H. Kuiper en E. Lutjens, Prudente pensioenbeleggingen in: C.E.C. Jansen et al, Zorgplichten in publiek- en privaatrecht, Den Haag 2011.

**Kuypers 2014**

A.C.M. Kuypers, Toezicht op pensioenen en pensioenfondsen, FR 2014, p. 307-312.

**Van 't Lam**

V.M.Y. van 't Lam, Enkele recente ontwikkelingen in milieurechtelijke jurisprudentie, BR 2013/90.

**Lambooy 2004**

T.E. Lambooy, Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen en Compliance, O&F 2004/63.

**De Lange 1999**

P.M.C. de Lange, Subjectief Pensioenrecht (oratie Nijmegen), Nijmegen: Katholieke Universiteit Nijmegen 1999.

**Langemeijer 2005**

R.A.C.M. Langemeijer, Een verkenning van een nieuw model voor de uitvoering van pensioenregelingen, SR 2005, 33.

**Langemeijer 2007**

R.A.C.M. Langemeijer, Pensioenfondsen, sociale partners en de markt, SR 2007, 60.

**Van Leeuwen 2012**

J. van Leeuwen, 2012, Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract, Netspar Nea Papers, deel 46, 2012.

**Lieverse 2010**

C.W.M. Lieverse, Evaluatie provisieregelgeving: toekomstig verbod op provisies, FR 2010, p. 289-292.

**Lieverse 2013**

C.W.M. Lieverse, De bewaarder oude stijl en de bewaarder nieuwe stijl, in: D. Busch, M.P. Nieuwe Weme, Christels Koers, Liber Amicorum Prof. Mr. Drs. C.M. Grundmann-van de Krol, Deventer: Kluwer 2013.

**Lieverse & Van 't Westeinde 2004**

C.W.M. Lieverse & M.G. van 't Westeinde, Capacity vraagstukken bij derivatentransacties, TvE 2004, p. 108-119.

**Lutjens 1989**

E. Lutjens, Pensioenvoorzieningen voor werknemers, Juridische beschouwingen over ouderdomspensioen, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1989.

**Lutjens 2008**

E. Lutjens, De Premiepensioeninstelling, TPV 2008/10.

**Lutjens 2012a**

E. Lutjens, Creatief beleggen, P&P 2012/9.

**Lutjens 2012b**

E. Lutjens, Reactie: Instemmingsrecht OR bij PPI behoeft geen wetwijziging, P&P 2012, p. 16-17.

**Lutjens 2013**

E. Lutjens, De pensioenovereenkomst, in: E. Lutjens (red.), Pensioenwet. Analyse en commentaar, Deventer: Kluwer 2013.

**Lutjens & Kuiper 2008**

E. Lutjens & S.H. Kuiper, Pensioenwet en privaatrecht, NTBR 2008, 10.

**Lutjens & Kuiper 2011**

E. Lutjens & S.H. Kuiper, Pensioenovereenkomst: individuele overeenkomst of collectieve regeling, in: R.H. Maatman e.a. (red.), Onderneming en pensioen (Serie Onderneming en Recht, deel 64), Deventer: Kluwer 2011.

**Maatman 2003**

R.H. Maatman, Beleggen volgens de prudent person-regel, Ondernemingsrecht 2003.

**Maatman 2004a**

R.H. Maatman, Het pensioenfonds als vermogensbeheerder (diss.) (Serie Onderneming en Recht, deel 27), Deventer: Kluwer 2004.

**Maatman 2004b**

R.H. Maatman, Pension fund governance, Ondernemingsrecht 2004, 173.

**Maatman 2005**

R.H. Maatman, Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen: transparantie en governance, Ondernemingsrecht 2005, 42.

**Maatman 2007a**

R.H. Maatman, Prudent-person-regel en verantwoord beleggingsbeleid, TvOB 2007/06.

**Maatman 2007b**

R.H. Maatman, Aspecten van de Pensioenwet, Ondernemingsrecht 2007, 42.

**Maatman 2012**

R.H. Maatman, Pensioenuitvoering 2015, in: A.F. Verdam e.a. (red.), Ontwikkelingen rond pensioenen en pension fund governance (ZIFO-reeks, deel 7), Deventer: Kluwer 2012.

**Maatman 2013**

R.H. Maatman, 10 jaar prudent person-regel, *Ondernemingsrecht* 2013/93.

**Maatman & Coemans 2007**

R.H. Maatman & A.F.A. Coemans, Class actions made easy, *TvOB* 2007, p. 40-48.

**Maatman & Van der Graaf 2012**

R.H. Maatman & B.P. van der Graaf, Pensioenfonds Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel, *TPV* 2012/21.

**Maatman & Van der Graaf 2013a**

R.H. Maatman en B.P. van der Graaf, Pensioenfonds Glas in goud: de prudent person-regel in hoger beroep, *TPV* 2013/43.

**Maatman & Van der Graaf 2013b**

R.H. Maatman & B.P. van der Graaf, Aansprakelijkheid van pensioenfondsen, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons, *Aansprakelijkheid in de financiële sector (Serie Onderneming en Recht, deel 78)*, Deventer: Kluwer 2013.

**Maatman & Van Miltenburg 2010**

R.H. Maatman & J.W. van Miltenburg, Pensioenfondsen in: D. Busch e.a., *Onderneming en Financieel toezicht (Serie Onderneming en Recht, deel 57)*, Deventer: Kluwer 2010.

**Maatman & Schuit 2012**

R.H. Maatman & S.R. Schuit, Versterking bestuur pensioenfondsen, *Ondernemingsrecht* 2012/68.

**Maatman & Steneker 2009**

R.H. Maatman & A. Steneker, De premiepensioeninstelling, *Ondernemingsrecht* 2009/114.

**Maatman & Steneker 2015a**

R.H. Maatman & A. Steneker, Het wetsvoorstel algemeen pensioenfonds (APF), *Ondernemingsrecht* 2015/31.



**Maatman & Steneker 2015b**

R.H. Maatman & A. Steneker, Ringfencing binnen het algemeen pensioen-fonds (APF) en andere pensioenuitvoerders (Netspar Nea Papers, deel 60), Tilburg: Netspar 2015.

**Mak 2009**

V. Mak, Review of the Consumer Acquis: Towards Maximum Harmoniza-tion?, ERPL 2009, p. 58-61.

**Malkiel 1999**

B.G. Malkiel, A random walk down Wall Street, New York: W.W. Norton & Company 1999.

**Mani, Barua & Whinston 2005**

D. Mani, A. Barua & B. Whinston, Of governance and the BOP paradox: The impact of information capabilities on service satisfaction, ICIS 2005 Proceedings (Paper 10), 2005.

**Van Marwijk Kooy 2012**

A.G. van Marwijk Kooy, Afspraak is afspraak? Beschouwingen naar aan-leiding van de Unisys-uitspraak, P&P 2012, p. 14-18.

**Van Marwijk Kooy 2013**

A.G. van Marwijk Kooy, Bijstorting en aanvullende werkgeverspremies: de Unisys-zaak, ArbeidsRecht 2013/5.

**Van der Meer-Kooistra & Vosselman 2009**

J. van der Meer-Kooistra & E. Vosselman, Accounting, beheersing en de opbouw van vertrouwen in uitbestedingsrelaties, MAB 2009, p. 301-308.

**Van Meerten 2011.**

H. van Meerten, De PPI als internationale pensioenuitvoerder, in: R.H. Maatman e.a. (red.), Onderneming en Pensioen (Serie Onderneming en Recht, deel 64), Kluwer: Deventer 2011.

**Van Meerten & Van den Hout 2013**

H. van Meerten & H.W.P. van den Hout, Reactie: Instemmingsrecht OR bij PPI: gatenkaas of zonneklaar?, P&P 2013, p. 11-12.

**Van Meerten 2014**

H. van Meerten, Tegen: 'Terug naar oorspronkelijke bedoeling', P&P 2014, p. 33.

**Meijers 1910**

E.M. Meijers, De Taak der rechtswetenschap ten aanzien der vrije rechtspraak (oratie), Haarlem: H.D. Tjeenk Willink 1910

**Minnaard 2013**

M.W. Minnaard, Het beroepsrecht van deelnemersraden: 13 jaar, 11 uitspraken, TPV 2013/38.

**Moerel & Van Reeken 2009**

E.M.L. Moerel & B.L.P. van Reeken, Outsourcing, een juridische gids voor de praktijk, Deventer: Kluwer 2009.

**Molenkamp 2008**

J.B. Molenkamp, Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen?, Netspar Nea papers, deel 12, Tilburg: Netspar 2008

**Moloney 2014**

N. Moloney, EU securities and financial markets regulation, Oxford: Oxford University Press 2014

**Moss 2014**

G. Moss, ABP backs calls for asset manager penalty clause, IPE 22 april 2014.

**Neerhof 2007**

A.R. Neerhof, Over onrechtmatigheid van toezichts- of handhavingsfalen, mensenrechten en aansprakelijkheid, O&A 2007, 106.

**Nieuwenhuis 1985**

J.H. Nieuwenhuis, annotatie bij: HR 16 november 1984, AA 1985, p. 214-219.

**Van Nunen 2007**

A. van Nunen, Fiduciair Management. Blauwdruk voor een goed bestuur van institutionele beleggers, Adr. Heinen Uitgevers, 2007.

**Nuyten 2013a**

S.M.C. Nuyten, annotatie bij: Rb Rotterdam 21 februari 2013, JOR 2013/139.

**Nuyten 2013b**

S.M.C. Nuyten, annotatie bij: Hof 's-Gravenhage 23 april 2013, JOR 2013/209.

**Oostwouder 2003**

W.J. Oostwouder, *Unforgiven? Over nietigheid en vernietigbaarheid in het bedrijfsfinancieel recht*, Zutphen: Paris 2003.

**Oppelaar 2004**

H. Oppelaar, *De herregulering van de financiële dienstverlening en markten op een tweesprong. Over de klemmende behoefte aan reflectie*, in: J.M. van Dijk & H.V. Oppelaar, *Voorstel van Wet op het financieel toezicht: Beschouwingen over de regulering van de financiële markten (Preadvies voor de Vereniging van Effectenrecht. Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 81)*, Deventer: Kluwer 2004.

**Oppelaar 2013**

H. Oppelaar, *Redactioneel. Compliance en de pensioensector, TvCo 2013*, p. 303-304.

**Palm-Steyerberg 2010**

I.P. Palm-Steyerberg, *Toetsingscriteria bestuurders en commissarissen*, in: A. Wielenga & P.C. Verloop, *Jaarboek Compliance 2011*, Nederlands Compliance Instituut, 2010.

**Parl. Gesch. Boek 3 BW**

C.J. van Zeben & J.W. du Pon (m.m.v. M.M. Olthof), *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe burgerlijk wetboek: parlementaire stukken systematisch gerangschikt en van noten voorzien. Boek 3: Vermogensrecht in het algemeen*, Deventer: Kluwer 1981.

**Parl. Gesch. Boek 6 BW**

C.J. van Zeben & J.W. du Pon (m.m.v. M.M. Olthof), *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe burgerlijk wetboek: parlementaire stukken systematisch gerangschikt en van noten voorzien. Boek 6: Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer 1981.

**Parl. Gesch. Boek 7 BW**

C.J. van Zeben, W.H.M. Reehuis & E.E. Slob, *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe burgerlijk wetboek: parlementaire stukken systematisch gerangschikt en van noten voorzien. Boek 7. Bijzondere overeenkomsten. Titels 1, 7, 9 en 14*, Deventer: Kluwer 1991.

**Parl. Gesch. Derde tranche Awb**

E.J. Daalder, G.R.J. de Groot & J.M.E. van Breugel, *De parlementaire geschiedenis van de Algemene wet bestuursrecht. Derde tranche (Stb. 1995, 250, 302, 355 en Stb. 1996, 333)*, Alphen aan den Rijn: Samsom H.D. Tjeenk Willink 1998.

**Pos 2009**

D.M. Pos, *Solvency II – een overzicht*, FR 2009, p. 192-209.

**Preesman & Van der Westen 2014**

L. Preesman & M. van der Westen, *Pensioenfondsen laten rechtszaken liggen*, IPN 21 maart 2014 (te downloaden via: [http://whitepapers.ipe.com/nederland/pensioenfondsen-laten-rechtszaken-liggen\\_60142.php#.VMVoRy6j8QI](http://whitepapers.ipe.com/nederland/pensioenfondsen-laten-rechtszaken-liggen_60142.php#.VMVoRy6j8QI)).

**Prinssen 2004**

J.M. Prinssen, *Doorwerking van Europees recht*, 2004.

**Quinn & Hilmer 1994**

J.B. Quinn & F.G. Hilmer (1994), *Strategic outsourcing*, *Sloan Management Review*, 35, 4.

**Raaijmakers 2003**

G.T.M.J. Raaijmakers, *Zorgvuldig vermogensbeheer voor professionelen*, in: M.J.G.C. Raaijmakers (red.), *Trust en onderneming. Opstellen aangeboden aan prof. Mr. C.Æ. Uniken Venema*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2003.

**Raaijmakers & Silverentand 2011**

G.T.M.J. Raaijmakers & L.J. Silverentand, *Beleggingsrestricties voor pensioenfondsen*, in: R.H. Maatman e.a. (red.), *Onderneming en Pensioen (Serie Onderneming en Recht, deel 64)*, Kluwer: Deventer 2011.

**Rank-Berenschot 1998**

E.B. Rank-Berenschot, Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard, in: S.C.J.J. Kortmann e.a., Onderneming en effecten, (Serie Onderneming en Recht, deel 13), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 149-167.

**Van Ravels 2006**

B.P.M. van Ravels, annotatie bij: HR 13 oktober 2006, Ondernemingsrecht 2006/200 (Vie d'Or).

**Rebers 2006**

E.H. Rebers, Verklaring inzake de beleggingsbeginselen: achtergrond en inhoud, TPV 2006-1, p. 22.

**Reinhart & Rogoff 2009**

C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, This time is different: eight centuries of Financial folly, Princeton, NJ: Princeton University Press 2009.

**Riasetto & Richard 2012**

I. Riasetto & J.-F. Richard, Luxembourg, in: D. Busch & D. DeMott (red.), Liability of asset managers, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 199-250.

**Roelofsen 2013**

E.P. Roelofsen, Provisieverbod, (veel)makkelijker is het er helaas niet op geworden, FR 2013, p. 100-108.

**Rogier 2006**

L.J.J. Rogier, Het bestuursrechtelijke handavingsinstrumentarium in de Wet financieel toezicht (Wft), in het bijzonder de aanwijzing en de last onder dwangsom, FR 2006, p. 44-48.

**Rood/Verburg 2013**

L.G. Verburg, Rood's Wet op de ondernemingsraden, Deventer: Kluwer 2013.

**Ros 2012**

A.C. Ros 2012, Tekst & Commentaar Pensioenrecht, Uitleg bij: Pensioenwet, artikel 34.

**Van Rossum 2005**

A.A. van Rossum, Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor overheidstoezicht, in: Toezicht, preadvies voor de Nederlandse Juristen-Vereniging 2005-1.

**Rostowzew 1904**

M. Rostowzew, Die Geschichte der Staatspacht in der römischen Kaiserzeit bis Diokletian (Philologus Suppl. 9, Leipzig 1904, 3290-512).

**Roth & Van Eersel 2013**

G.P. Roth & M. van Eersel, Rechtsbescherming tegen AFM en DNB: wat stelt die eigenlijk voor?, in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme, Christels Koers. Liber Amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol (Serie Onderneming en Recht, deel 79), Deventer: Kluwer 2013.

**Roth & Roepnarain 2014**

G.P. Roth & J.S. Roepnarain, De toetsing van bestuurders en commissarissen door de AFM en DNB, Ondernemingsrecht 2014/95.

**Rouse 2009**

A.C. Rouse, Is there an 'information technology outsourcing paradox'?, in R. Hirschheim, A. Heinzl and J. Dibbern (red.), Information systems outsourcing: enduring themes, global challenges, and process opportunities, Berlijn: Springer-Verlag 2009, p. 129-146.

**Rutgers 1998**

G.R. Rutgers, Bewaarneming, Monografieën Nieuw BW B-73, Kluwer, Deventer, 1998.

**Rutten 2012**

K. Rutten, De bijzondere zorgplicht van banken bij het afsluiten van renteswaps met professionele beleggers, TOP 2012, p. 312-317.

**Sachse 2013**

H.J. Sachse, Normoverdragend gesprek en waarschuwingsbrief, in: D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen & G.V. Naber, Onderneming en sanctierecht, Deventer: Kluwer 2013.

**Scheele & Wielens 2014**

M. Scheele & H.W. Wielens, Uitbesteding door beheerders van beleggingsinstellingen en icbe's, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Schermer 2012**

W.M. Schermer, Het handhavingsbeleid, een overzicht, FR 2012, p. 466-471.

**Schim 2006**

B.F.L.M. Schim, Giraal effectenverkeer en goederenrecht, (Serie Onderneming en Recht, deel 36), Deventer: Kluwer 2006.

**Schlingmann 2007**

F.M. Schlingmann, De Wet op het financieel toezicht: functioneel toezicht van doelgericht wettelijk kader voorzien, WPNR 2007/6718.

**Schlössels & Stroink 2010**

R.J.N. Schlössels & F.A.M. Stroink, Kern van het bestuursrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.

**Schols-van Oppen 2015**

E.M.F. Schols-van Oppen, Inleiding pensioenrecht (Monografieën Sociaal recht, deel 51), Deventer: Wolters Kluwer 2015.

**Schoordijk 1986**

H. Schoordijk, Vermogensrecht in het algemeen. Naar boek 3 van het nieuwe B.W., Deventer: Kluwer 1986.

**Schouten 2004**

L.E. Schouten, Compliance: ook bij uitbesteding, TvCo 2004, p. 134-139.

**Schutte 2003**

J.J.J. Schutte, Outsourcing en toezicht bij banken, effecteninstellingen en beleggingsinstellingen, TvE 2003, p. 15-19

**De Serière 2011a**

V.P.G. de Serière, Het zich verlaten op adviezen of informatie van derden in de financiële sector, Ondernemingsrecht 2011/53.

**De Serière 2011b**

V.P.G. de Serière, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met regels van effectenrecht, in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), Effecten en vermogensrecht (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011.

**Van Setten 2009**

L.D. van Setten, The law of institutional investment management, Oxford: Oxford University Press 2009.

**Van Setten 2010**

L.D. van Setten, annotatie bij: Rb Amsterdam 23 december 2009, JOR 2010/110 (OPG/State Street).

**Sharpe 1964**

W.F. Sharpe, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, (1964) Journal of Finance, p. 425-442.

**Silverentand & Van der Eerden 2014**

L.J. Silverentand & F.W.J. van der Eerden, Uitbesteding door pensioenfondsen, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Slager 2012**

A.M.H. Slager, Wie redt de pensioenbestuurder? (oratie), Tilburg: Tilburg University 2012.

**Smith e.a. 2008**

C.E. Smith e.a., Criteria voor goed rechtswetenschappelijk onderzoek. De omgekeerde route, NJB 2008.

**Stein 1995**

P.A. Stein, annotatie bij HR 25 november 1994, NJ 1995, 323, (Benschop).

**Stijnen 2013**

R. Stijnen, (Her)toetsing van geschiktheid en betrouwbaarheid, in: D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen & G.V. Naber, Onderneming en sanctierecht, Deventer: Kluwer 2013.



**Strikwerda 2012**

L. Strikwerda, Inleiding tot het Nederlandse Internationaal Privaatrecht, Deventer: Kluwer 2012.

**Sutrisna 2010**

J. Sutrisna, Pensioenfondsen en privacybescherming, TPV 2010/17.

**Taleb 2007**

N.N. Taleb, The black swan: the impact of the highly improbable, Londen: Allen Lane 2007.

**Terstegge 2007**

J.H.J. Terstegge, Contracten maken: Privacyclausules in dienstverleningscontracten, Contracteren 2007, p. 63-69.

**Van Tilborg 2015**

D. van Tilborg, annotatie bij: HR 21 november 2014, JOR 2015/11 (X/AFM).

**Timmerman 2011**

L. Timmerman, Vertrouwen op anderen, Ondernemingsrecht 2011/52.

**Timmermans 2012**

L.J.M. Timmermans, Kroniek Algemeen bestuursrecht, Gst. 2012/123.

**Tison 2010**

M. Tison, De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief, Ondernemingsrecht 2010, 61.

**Tjong Tjin Tai 2006**

T.F.E. Tjong Tjin Tai, Zorgplichten en zorgethiek, Deventer: Kluwer 2006.

**Thijssen 2013**

W.P.M. Thijssen, Pensioen (te)korten, in: E. Lutjens (red.), Pensioenwet. Analyse en commentaar, Deventer: Kluwer 2013.

**Tobin 1958**

J. Tobin, Liquidity Preference as Behavior towards Risk, The Review of Economic Studies 1958, p. 65-86.

**Tulfer 1997**

P.M. Tulfer, Pensioenen, fondsen en verzekeraars (Monografieën Sociaal Recht, deel 10), Deventer: Kluwer 1997.

**Van der Veer & Voerman 2015**

D. van der Veer & J.A. Voerman, Belangenverstrengeling: een belangwekkend thema, PensioenMagazine 2015/66.

**Van der Velden 2008**

J.W.P.M. van der Velden, Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, Deventer: Kluwer 2008.

**Van der Velden 2013**

J.W.P.M. van der Velden, Beleggingsinstelling en aansprakelijkheid in het licht van de nieuwe regelgeving, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons, Aansprakelijkheid in de financiële sector, Serie Onderneming en Recht, deel 78, Deventer: Kluwer 2013.

**Verbunt & Siemers 2011**

B.E.L.J.C. Verbunt & B.T.B. Siemers, Contractuele valkuilen bij uitbesteding van vermogensbeheer, PensioenMagazine 2011/42.

**Vercauteren 2000**

G. Vercauteren, De zorg voor behoeftige ouderen in Antwerpen (1811-1910), Gent, 2000 (dissertatie).

**Vermeer 2002**

M. Vermeer, Pensioenfondsen over Corporate Governance, Ondernemingsrecht 2002.

**Vermeer 2011**

F.R. Vermeer, 'De 'beginselplicht' gedetermineerd. Over de gelding van de beginselplicht voor verschillende gebieden van het bestuursrecht', JB plus 2011, p. 59-74.

**Verweij 2010**

S.P.W. Verweij, Van SAS 70 naar ISAE 3402: niet spectaculair, wel even opletten, PensioenMagazine 2010/5.

**Veugelers 2015**

R. Veugelers, Eindelijk duidelijkheid over instemmingsrecht OR, PensioenMagazine 2015/51.

**Viergever 2010**

L. Viergever, Privacy in de clouds, IR 2010/3.

**Viswanathan 2005**

A. Viswanathan, Outsourcing of financial services: a comparative analysis of the proposed European and FSA regulations, J.I.B.L.R. 2005 20(8), p. 371.

**Vitasek & Ledyard 2009**

K. Vitasek & M. Ledyard, The Outsourcing Paradox, And other ailments that result in suboptimal outsourced manufacturing, IndustryWeek 2009.

**Voerman & Kuiper 2012**

J.A. Voerman & S.H. Kuiper, annotatie bij: Rb Rotterdam 17 november 2011, JOR 2012/17.

**Voerman & Kuiper 2013**

J.A. Voerman & S.H. Kuiper, annotatie bij: Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178 (Johnson & Johnson).

**Voerman & Ras 2012**

J.A. Voerman & P. Ras, Toezicht DNB op pensioenfondsen: verantwoordelijkheid voor de beleggingen, PensioenMagazine 2012, 111.

**De Voogd van der Straten e.a. 2013**

A.E. de Voogd van der Straten e.a., Pensioen Almanak 2013, Reed business b.v. 2013.

**Voulon 2012**

M.B. Voulon, Catch 22, Amerikaanse vorderingen tot het verstrekken van gegevens versus het verbod op doorgifte aan derde landen, P&I 2012/5.

**De Vries & Paans 2014**

M.E. de Vries & S. Paans, Uitbesteding in de financiële sector: het wettelijk kader en de praktijk, in: R.E. van Esch & S. Timmerman, Uitbesteding in de financiële sector, NIBE-SVV (Financieel Juridische Reeks, deel 6), NIBE-SVV: Amsterdam 2014.

**Vroon 2014**

A. Vroon, Verzekerde toekomst of belegd pensioen, NTFR 2014/14.

**Wallinga 2014**

M.W. Wallinga, Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa, NTBR 2014/35.

**Warmerdam 2014**

M. Warmerdam, De introductie van het algemeen pensioenfonds, FR 2014, p. 320-321.

**Van der Westen 2014a**

M. van der Westen, Zesde jaarlijkse fiduciair beheer enquête, IPN 16 januari 2014.

**Van der Westen 2014b**

M. van der Westen, Survey: More than 83% of Dutch pension assets under fiduciary management, IPE 3 januari 2014.

**Wibier 2014**

R.M. Wibier, Elektronisch handelsrecht: geld, financiering en zekerheden, NTHR 2014, p. 61-67.

**Windrum, Reinstaller & Bull 2009**

P. Windrum, A. Reinstaller & C. Bull, The outsourcing productivity paradox: total outsourcing, organisational innovation, and long run productivity growth, Journal of evolutionary economics, 2009.

**Wirschell 2012**

J.R. Wirschell 2012, T&C Pensioenrecht, Uitleg bij: Wet verplichte beroeps-pensioenregeling, artikel 43.

**De Wit e.a. 1998**

B. de Wit e.a., Uitbesteden en toeleveren, motieven trends en effecten, Utrecht: uitgeverij Lemme BV, 1998.

**Witte 2013**

I.R.W. Witte, Pensioenbegrip en pensioenkarakter, in: E. Lutjens (red.), Pensioenwet. Analyse en commentaar, Deventer: Kluwer 2013.

**Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2014**

W. Konijnenbelt & R.M. van Male, Hoofdstukken van bestuursrecht, Deventer: Kluwer 2014.

**Zitelmann 1903**

E. Zitelmann, Die Lücken im Recht, Leipzig: Verlag von Duncker & Humblot 1903.

**Zuiderman & Boer-Koeberg 2012**

T.J. Zuiderman & S. Boer-Koeberg, Invaren: zijn we op ramkoers, PensioenMagazine 2012, 5.



## JURISPRUDENTIELIJST

(inclusief handhavingsmaatregelen toezichthouders)

### EHRM

- EHRM 23 juni 1981, NJ 1982/602 (Le Compte, Van Leuven en De Meyere)
- EHRM 10 februari 1983, NJ 1987/315 (Albert en Le Compte)
- EHRM 25 februari 1993, NJ 1993/485, m.nt. Knigge (Funke)
- EHRM 8 december 1996, NJ 1996, 725, m.nt. Knigge (Murray)
- EHRM 17 december 1996, NJ 1997, 699, m.nt. Knigge (Saunders)
- EHRM 27 september 2011, AB 2012/9 (Menarini)

### HvJEG / HvJEU

- HvJEG 14 mei 1974, C-4/73 (Nold)
- HvJEG 16 december 1976, C-33/76 (Rewe)
- HvJEG 27 september 1979, C-230/78 (Eridania)
- HvJEG 10 april 1983, C-14/83 (Von Colson en Kamann)
- HvJEG, 26 februari 1986, C-152/84 (Marshall I)
- HvJEG 22 oktober 1987, 314/85 (Foto-Frost)
- HvJEG 27 september 1988, 235/87 (Matteucci)
- HvJEG 21 september 1989, C-68/88 (Commissie/Griekenland)
- HvJEG 19 juni 1990, C-213/89 (Factortame)
- HvJEG 10 juli 1990, C-326/88 (Hansen & Soen)
- HvJEG 7 mei 1991, C-340/89 (Vlassopoulou)
- HvJEG 11 juni 1991, C-251/89 (Athanasopoulos)
- HvJEG 19 november 1991, gevoegde zaken C-6/90 en 9/90 (Francovich en Bonifaci)
- HvJEG 3 juni 1992, C-287/91 (Commissie/Italië)
- HvJEG 2 augustus 1993, C-271/91 (Marshall II)
- HvJEG 14 december 1995, C-16/95 (Commissie/Spanje)
- HvJEG 9 december 1997, C-265/95, AB 1998, 95, m.nt. Van der Burg (Spaanse aardbeien)
- HvJEG 10 november 1998, C-360/96 (BFI Holding)
- HvJEG 9 september 1999, C-217/97 (Commissie/Duitsland)
- HvJEG 9 november 1999, C-365/97 (Commissie/Italië)
- HvJEG 10 mei 2001, gevoegde zaken C-223/99 en C-260/99 (Agorà)
- HvJEG 20 september 2001, C-453/99 (Courage/Crehan)
- HvJEG 22 mei 2003, C-18/01 (Korhonen)

- HvJEG 12 juni 2003, C-112/00, AB 2003, 377, m.nt. De Moor-van Vugt (Schmidberger)
- HvJEG 26 juni 2003, C-233/00 (Commissie/Frankrijk)
- HvJEG 25 oktober 2005, C-350/03 (Schulte)
- HvJEG 30 november 2006, C-32/05, (Commissie/Luxemburg)
- HvJEG 26 april 2007, C-135/05 (Commissie/Italië)
- HvJEU 9 december 2010, C-568/08 (Spijker Infrabouw)
- HvJEU 24 januari 2012, C-282/10 (Dominguez)
- HvJEU 30 mei 2013, C-604/11, JOR 2013/274, m.nt. Busch en AA 2013, p. 667-672, m.nt. Busch (Génil/Bankinter)
- HvJEU 19 december 2013, C-174/12 (Immofinanz)
- HvJEU 29 april 2015, C-51/13, JOR 2015/172, m.nt. Lieverse, Ondernemingsrecht 2015/76, m.nt. Frielink, AA 2015, p. 698-701, m.nt. Busch & Arons (Nationale Nederlanden)

#### **Hoge Raad der Nederlanden**

- HR 29 oktober 1934, NJ 1934, 1673 (Wormerveerse brandstichting)
- HR 23 februari 1954, NJ 1954, 378 (IJzerdraad)
- HR 1 november 1957, NJ 1959, 61, m.nt. Veegens
- HR 25 november 1966, NJ 1967, 52 (Beschikking Beursverkeer 1947)
- HR 19 mei 1967, NJ 1967, 261, m.nt. Scholten (Saladin/HBU)
- HR 20 februari 1976, NJ 1976, 486 (Pseudo-vogelpest)
- HR 24 september 1976, NJ 1978, 245, m.nt. Wachter
- HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635, m.nt. Brunner (Haviltex)
- HR 17 november 1981, NJ 1983, 84, m.nt. Van Veen (Containerdiefstal)
- HR 16 november 1984, AA 1985, p. 214-219, m.nt. Nieuwenhuis
- HR 25 april 1986, NJ 1986, 714 (Smilde)
- HR 16 december 1986, NJ 1987, 321 en 322 (Slavenburg II)
- HR 10 februari 1987, NJ 1987, 662, m.nt. 't Hart
- HR 26 april 1988, NJ 1989/390, m.nt. Van Veen
- HR 10 januari 1990, NJ 1990, 465
- HR 25 november 1994, NJ 1995, 323, m.nt. Stein (Benschop)
- HR 2 december 1994, NJ 1995, 288, m.nt. Maeijer (Poot/ABP)
- HR 10 januari 1997, NJ 1997, 360, m.nt. Maeijer; JOR 1997/29 (Staleman/Van de Ven)
- HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192, m.nt. Van Zeben (Rabobank/Everaars)
- HR 9 januari 1998, NJ 1998, 363, m.nt. Bloembergen (Gemeente Apeldoorn/Duisterhof)
- HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660, m.nt. Van Zeben (Rabobank/Van de Klundert)
- HR 22 januari 1999, NJ 2000, 305 (Uneto/De Vliert)



- HR 25 februari 2000, NJ 2000, 471, m.nt. Bloembergen (FNV/Maas)
- HR 13 oktober 2000, NJ 2000, 699 m.nt. Maeijer (Heino Krause)
- HR 19 oktober 2001, NJ 2002, 92, m.nt. Maeijer, JOR 2002/5 (SkyGate)
- HR 29 november 2002, NJ 2003, 455; JOR 2003/2 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek)
- HR 21 oktober 2003, NJ 2006, 328, m.nt. Mevis (Drijfmest)
- HR 7 november 2003, BNB 2004, 66 m.nt. Van Hilten (Staatssecretaris van Financiën/Fiscale Eenheid X C.S.)
- HR 20 februari 2004, NJ 2005, 493, m.nt. Du Perron (DSM/Fox)
- HR 18 juni 2004, NJ 2004, 585 (Kuunders/Swinkels)
- HR 13 oktober 2006, JOR 2006/295, m.nt. Busch; Ondernemingsrecht 2006/200, NJ 2008, 529, m.nt. Van Dam; Ondernemingsrecht 2006/200, m.nt. Van Ravels; AV&S 2007, 15, m.nt. Albers (Vie d’Or)
- HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256; JOR 2007/112 (Tuin Beheer/Houthoff)
- HR 14 december 2007, NJ 2008, 105; JOR 2008/11 (DSM)
- HR 20 juni 2008, NJ 2009, 21, JOR 2008/260, m.nt. Borrius (Willemsen/NOM)
- HR 11 juli 2008, JOR 2008/272, m.nt. Voerman (Fortis/Van Haeren)
- HR 5 juni 2009 JOR 2009/199, m.nt. Lieverse, NJ 2012/182, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184 (De Treek/Dexia)
- HR 5 juni 2009 NJ 2012/183, m.nt. Vranken onder NJ 2012/184, Ondernemingsrecht 2009, 176, m.nt. Van Baalen (Levob/Bolle)
- HR 5 juni 2009 JOR 2009/200, m.nt. Lieverse, NJ 2012/184, m.nt. Vranken (Stichting Gedupeerden spaarconstructie/Aegon)
- HR 12 januari 2010, RvdW 2010, 168
- HR 8 oktober 2010, JOR 2010/345, m.nt. Grundmann-van de Krol (Chipshol)
- HR 24 december 2010, JOR 2011/54, m.nt. Pijls, NJ 2011/251, m.nt. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje)
- HR 21 september 2011, NJ 2001/617, RvdW 2001/145
- HR 28 oktober 2011, JOR 2011/387, m.nt. Damminga & Rijckenberg; NJ 2012/495, m.nt. Verstijlen
- HR 3 februari 2012, JOR 2012/116, m.nt. Van Baalen, AA 2012/10, m.nt. Busch (Rabobank Vaart en Vecht/X)
- HR 3 februari 2012, JAR 2012/70, m.nt. Kuiper, PJ 2012/39, m.nt. Gommer (pensioenaanspraak volgt rechtstreeks uit pensioenreglement)
- HR 6 september 2013, NJ 2014/67, m.nt. Lutjens; JOR 2013/310, m.nt. Van Marwijk Kooy; JAR 2013/249, m.nt. Heemskerk; PJ 2013/161, m.nt. Lutjens & Breuker (ECN)

- HR 8 november 2013, JAR 2013/300, m.nt. Heemskerk; PJ 2013/191, m.nt. Van Marwijk Kooy; ArA 2014/03, m.nt. Leeuwen (Delta Lloyd)
- HR 21 november 2014, JOR 2015/11, m.nt. Van Tilborg (X/AFM)

#### **Afdeling Bestuursrechtspraak van de Raad van State**

- ABRvS 24 februari 1995, AB 1995, 527
- ABRvS 19 september 1996, AB 1997, 91 m.nt. Van Buuren
- ABRvS 24 oktober 2001, AB 2002, 147
- ABRvS 3 juli 2002, AB 2002, 311; JB 2002, 243
- ABRvS 17 juli 2002, AB 2003, 78
- ABRvS 19 februari 2003, AB 2003, 140
- ABRvS 30 juni 2004, JB 2004, 293 (Illegale dakkapel Haarlem)
- ABRvS 11 januari 2006, AB 2006/240, m.nt. Vermeer
- ABRvS 18 januari 2006, AB 2006, 122
- ABRvS 25 januari 2006, AB 2006/229, m.nt. Michiels
- ABRvS 21 maart 2007, AB 2007, 223, m.nt. Vermeer
- ABRvS 28 januari 2009, JB 2009/76
- ABRvS 16 september 2009, AB 2010/7, m.nt. Vermeer
- ABRvS 21 september 2009, AB 2009, 347, m.nt. Michiels
- ABRvS 19 januari 2011, JB 2011, 57
- ABRvS 10 augustus 2011, NJB 2011/1716
- ABRvS 5 oktober 2011, AB 2011/307, m.nt. Vermeer; Gst. 2012/7, m.nt. Teunissen
- ABRvS 16 januari 2013, AB 2013/127 m.nt. Den Ouden (beëindiging subsidie Stivoro)
- ABRvS 25 februari 2013, JOR 2013/140, m.nt. Van Ravels en Joosen (onteigening SNS)
- ABRvS 27 augustus 2014, ECLI:NL:RVS:2014:3224

#### **Centrale Raad van Beroep**

- CRvB 18 februari 2003, AB 2003/396, m.nt. Jansen

#### **College van Beroep voor het bedrijfsleven**

- CBb 25 februari 1997, AB 1997, 455 (Currency International Change)
- CBb 30 januari 2001, JOR 2001/67 (Direct Invest)
- CBb 4 september 2003, AB 2004, 14 m.nt. Van der Vlies
- CBb 29 april 2004, JOR 2004/173, m.nt. Grundmann-van de Krol, AB 2004/317, m.nt. De Groot
- CBb 10 maart 2005, AB 2005, 317, m.nt. Van der Vlies (Dragon Trotters)
- CBb 27 september 2005 JOR 2006/11 m.nt. Somsen

- CBB 10 november 2005, JOR 2006/47 m.nt. Maatman (Eenmanspensioenfondsen)
- CBB 20 april 2006, JOR 2006/157 (Interexchange)
- CBB 12 april 2007, RF 2007/43 (Quinta)
- CBB 31 juli 2007, JOR 2007/273 (Checkpoint)
- CBB 28 augustus 2007, JOR 2007/274 en JB 2007/201 (KFS)
- CBB 6 september 2007, JOR 2007/248, m.nt. Peters (GoodWood)
- CBB 1 november 2007, JB 2008/34
- CBB 1 april 2008, PJ 2008, 42, AB 2010, 142 (gebruik naam PGGM)
- CBB 17 april 2009, AB 2009, 227, m.nt. Michiels
- CBB 17 april 2009, AB 2009, 227, m.nt. Michiels
- CBB 20 augustus 2010, AB 2010, 242, m.nt. Sewandono
- CBB 30 september 2010, ECLI:NL:CBB:2010:BO4072
- CBB 22 maart 2011, JB 2011/126
- CBB 7 april 2011, JOR 2011/187, m.nt. Grundmann-van de Krol (Investerra)
- CBB 15 juni 2011, JB 2011, 182, m.nt. Overkleeft-Verburg
- CBB 1 september 2011, AB 2011/310, m.nt. Jansen (onvergunnd trustkantoor)
- CBB 18 oktober 2011, JOR 2011/370 (WSM)
- CBB 9 november 2011, AB 2012, 46, m.nt. Vermeer
- CBB 7 december 2011, AB 2012/160, m.nt. Jansen
- CBB 23 februari 2012, JB 2012/98
- CBB 15 juli 2013, JOR 2013/307 (GVSN)
- CBB 10 september 2013, JOR 2013/312, m.nt. Kuiper & Voerman (Vereenigde glasfabrieken)
- CBB 6 februari 2014, PJ 2014/46, m.nt. Van den Brink
- CBB 31 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:105

#### **Hof Amsterdam**

- Hof Amsterdam (OK) 23 oktober 1980, nr. 17/80 (Pensioenfondsen Scheepshelling Maatschappij Scheveningen)
- Hof Amsterdam (OK) 19 februari 1981, nr. 28/80 (Pensioenfondsen Koninklijke Scholten-Honig NV)
- Hof Amsterdam (OK) 22 december 1983, NJ 1985, 383 (Ogem)
- Hof Amsterdam (OK) 31 oktober 1991, NJ 1992, 88 (Pensioenfondsen MDS)
- Hof Amsterdam (OK) 10 november 1994, nr. 416/94 (Stichting Nationaal Pensioenfondsen)
- Hof Amsterdam 14 januari 1999, JOR 1999/35, m.nt. Grundmann-van de Krol

- Hof Amsterdam (OK) 13 mei 2004, PJ 2004/109 (Snelrewaard Pensioen BV)
- Hof Amsterdam (OK) 12 januari 2010, JOR 2010/94, m.nt. Bartman (Hoeveholding)
- Hof Amsterdam (OK) 12 juli 2010, TRA 2011/7, m.nt. Sprengers (OR VROM/Staat)
- Hof Amsterdam (OK) 30 september 2010, JOR 2010/306, m.nt. Bartman (Jones Lang LaSalle/BosGijze Holding)
- Hof Amsterdam (OK) 29 april 2011, PJ 2011/95, m.nt. Thijssen
- Hof Amsterdam 12 juni 2012, NJ 2014, 83; PJ 2012/119, m.nt. Langemeijer
- Hof Amsterdam (OK) 14 september 2012, TRA 2013/18, m.nt. Sprengers (BOR Goeree-Overflakkee)
- Hof Amsterdam 16 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:2270

#### **Hof Arnhem**

- Hof Arnhem 22 februari 2011, PJ 2011/62, m.nt. Van Marwijk Kooy

#### **Hof Arnhem-Leeuwarden**

- Hof Arnhem-Leeuwarden, 10 februari 2015, PJ 2015/66, m.nt. Van Riemsdijk (Reglementair anticumulatiebeding)

#### **Hof 's-Gravenhage**

- Hof 's-Gravenhage 2 december 1987, NJ 1988, 433 (Vrijspraak Piet S.)
- Hof 's-Gravenhage 30 december 2004, AB 2006/301, m.nt. Jansen
- Hof 's-Gravenhage 11 juli 2006, JOR 2006/218, m.nt. Grundmann-van de Krol
- Hof 's-Gravenhage 23 april 2013, JOR 2013/209, m.nt. Nuyten (Difotrust)

#### **Hof 's-Hertogenbosch**

- Hof 's-Hertogenbosch 4 oktober 2005, ECLI:NL:GHSHE:2005:AU5139
- Hof 's-Hertogenbosch 14 februari 2012, ECLI:NL:GHSHE:2012:BV3899
- Hof 's-Hertogenbosch, 3 februari 2015, PJ 2015/67 (Uitruil partnerpensioen)

#### **Rechtbank Amsterdam**

- Rb Amsterdam 13 augustus 2008, JOR 2008/277, m.nt. 't Hart (NovaCap Floralis Termijnfonds)
- Rb Amsterdam 10 september 2008, JOR 2009/71 m.nt. Grundmann-van de Krol

- Rb Amsterdam 11 november 2009, JOR 2010/56, m.nt. Borrius onder JOR 2010/57 (Palm Invest)
- Rb Amsterdam 23 december 2009, JOR 2010/110, m.nt. Van Setten, AA 2011/5, m.nt. Busch (OPG/State Street)
- Rb Amsterdam 2 maart 2011, JAR 2011/78 (Woonstichting Lieven de Key)
- Rb Amsterdam 16 januari 2012, JOR 2012/82, m.nt. Rutten; PJ 2012/43, m.nt. Lutjens (Unisys)

#### **Rechtbank Haarlem**

- Rb Haarlem 24 april 1996, JOR 1998/17, m.nt. Wessels, PJ 1997/72, m.nt. Van der Meer, P&P 1997/6, m.nt. Boshuizen

#### **Rechtbank Rotterdam**

- Rb Rotterdam 25 januari 2002, AB 2003/ 270 (Retirade pensioen BV)
- Rb Rotterdam 12 december 2002, AB 2003, 398, m.nt. Jansen (pensioenfonds Price Waterhouse)
- Rb Rotterdam, 19 mei 2004, ECLI:NL:RBROT:2004:AP4624 (VPV)
- Rb Rotterdam 28 januari 2005, JOR 2005/68
- Rb Rotterdam 5 april 2005, JOR 2005/126
- Rb Rotterdam 5 april 2007, PJ 2007, 76
- Rb Rotterdam 20 augustus 2007, JOR 2007/246 m.nt. Grundmann-van de Krol & m.nt. Jong
- Rb Rotterdam 3 maart 2008, JOR 2008/232 (Adviesgroep Nederland)
- Rb Rotterdam 3 september 2008, JOR 2008/274, AB 2008, 346 en Ondernemingsrecht 2008, 167
- Rb Rotterdam 25 mei 2009, JOR 2009/231, m.nt. Grundmann-van de Krol onder JOR 2009/232 (Stichting Belangen Investeerders PG 201)
- Rb Rotterdam 2 juli 2009, JOR 2009/262
- Rb Rotterdam 22 juli 2010, JOR 2010/273, m.nt. Hoff
- Rb Rotterdam 15 september 2010, JOR 2010/311, m.nt. Nuyten
- Rb Rotterdam 16 december 2010, JOR 2011/83, m.nt. Nelemans & Živković
- Rb Rotterdam 4 augustus 2011, JOR 2012, 12, m.nt. Affourtit en PJ 2011, 125 m.nt. Kuiper (PME)
- Rb Rotterdam 17 november 2011, JOR 2012/17, m.nt. Voerman & Kuiper, PJ 2012/17, m.nt. Lutjens
- Rb Rotterdam, 15 maart 2012, JOR 2012/153, m.nt. Affourtit (Vereenigde glasfabrieken)
- Rotterdam 22 juni 2012, JOR 2012/257, m.nt. Nuyten onder JOR 2012/258

- Rb Rotterdam 21 februari 2013, JOR 2013/139, m.nt. Nuyten
- Rb Rotterdam 25 april 2013, JOR 2013/178, m.nt. Voerman & Kuiper (Johnson & Johnson)
- Rb Rotterdam, 30 mei 2013, TPV 2013/39, PJ 2013/118, m.nt. Witte (GSFS I)
- Rb Rotterdam 10 oktober 2013, PJ 2013/195, m.nt. Witte (Stichting Pensioenfonds Medewerkers Apotheken)
- Rb Rotterdam 16 januari 2015, JOR 2015/166 (binaire opties)
- Rb Rotterdam 16 februari 2015, PJ 2015/53, m.nt. Witte (GSFS II)

**Handhavingsmaatregelen DNB**

- Boetebesluit DNB aan Stichting Bedrijfstakpensioenfonds voor de Media PNO, 12 september 2014, met kenmerk 2014/872880
- Boetebesluit DNB aan Stichting Pensioenfonds WPG Uitgevers, 7 november 2014, met kenmerk 2014/911605

**Handhavingsmaatregelen FCA**

- FCA, final notice, 30 januari 2014, met kenmerk 187358 & 194525 (te downloaden van <http://www.fca.org.uk/static/documents/final-notices/state-street.pdf>)

## **REGISTER VAN RAPPORTEN, GUIDELINES EN OVERIGE MATERIALEN**

### **ACM Informele zienswijze betreffende concentratietoezicht 2013**

ACM, Informele zienswijze betreffende concentratietoezicht: het verkrijgen van zeggenschap, d.d. 22 oktober 2013.

### **AFM Concept-Leidraad Risicomanagement bij beleggingsinstellingen 2010**

AFM, Concept-Leidraad Risicomanagement bij beleggingsinstellingen, 2010.

### **AFM De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen 2011**

AFM, De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen, 2011.

### **AFM Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw 2009**

AFM, Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw. De klant centraal bij beleggingsondernemingen, 2009.

### **AFM Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht 2011**

AFM, Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, 2011.

### **AFM Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld 2015**

AFM, Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld. Bekeken per grootteklasse pensioenfonds en in relatie tot de eigen beleggingsmix, mei 2015.

### **AFM & DNB Informatiebulletin Toetsingen 2012A**

AFM & DNB, Informatiebulletin Toetsingen van DNB & de AFM 2012A.

### **AFM & DNB Informatiebulletin Toetsingen 2012P**

AFM & DNB, Informatiebulletin Toetsingen van DNB & de AFM 2012P.

### **AFM & DNB Principes voor beheerst beloningsbeleid 2009**

AFM & DNB, Principes voor beheerst beloningsbeleid, 2009.

**Bfinance 2015**

Bfinance, Investment Management Fees: Seeking Value for Money, 2015.

**CEBS Feedback report 2006**

CEBS, feedback to the 2<sup>nd</sup> Public Consultation of Consultation Paper No. 2 rev "Guidelines on Outsourcing", 2006.

**CEBS-richtlijnen 2006**

CEBS, Guidelines on outsourcing, 2006.

**CEIOPS Report on outsourcing by IORPs 2008**

CEIOPS, Report on outsourcing by IORPs, 2008.

**Code pensioenfondsen**

Pensioenfederatie & Stichting van de Arbeid, Code pensioenfondsen, 2013.

**Commissie Frijns 2010**

J.M.G. Frijns, J.A. Nijssen & L.J.R. Scholtens (Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer), Pensioen: "Onzekere zekerheid". Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen, 2010.

**Commissie Goudswaard 2010**

K.P. Goudswaard e.a., Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen, 2010.

**Commissie Staatsen 2003**

A.A.M.F. Staatsen, S.R. Schuit & D.E. Witteveen (Commissie Conglomeratvorming), "Het pensioenfonds als taakorganisatie: schoenmaker blijf bij je leest", 2003.

**DNB Aanbiedingsbrief FOCUS!**

DNB, Aanbiedingsbrief FOCUS!, d.d. 19 april 2012.

**DNB Brief 2013**

DNB, Brief van 8 november 2013, Evenwichtige belangenafweging bij korten van pensioenrechten en pensioenaanspraken, kenmerk 2013/656913.



**DNB Brochure FOCUS!**

DNB Brochure FOCUS! de vernieuwde toezichtaanpak van DNB, april 2012.

**DNB Beleggingsonderzoek 2009**

DNB, Brief inzake "Resultaten beleggingsonderzoek", 15 maart 2010.

**DNB Beleggingsonderzoek 2010**

DNB, Brief inzake "Resultaten beleggingsonderzoeken 2010", 26 april 2011.

**DNB Circulaire Cloud computing 2011**

DNB, Circulaire Cloud computing, 2011.

**DNB Circulaire Info beveiliging 2011**

DNB, Circulaire Info beveiliging, 2011.

**DNB De 7 elementen van een integere Cultuur 2009**

DNB, de 7 elementen van een integere Cultuur, beleidsvisie en aanpak gedrag en cultuur bij financiële ondernemingen 2010-2014, 2009.

**DNB De integriteit-risicoanalyse 2015**

DNB, De integriteit-risicoanalyse. Meer waar dat moet, minder waar dat kan, 2015.

**DNB Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen 2014**

DNB, Guidance: uitbesteding door pensioenfondsen, 2014.

**DNB Handboek FIRM**

DNB, Handboek FIRM, 2005.

**DNB Kwartaalbericht december 2009**

DNB, Kwartaalbericht, december 2009.

**DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2011**

DNB, Nieuwsbrief, mei 2011.

**DNB Nieuwsbrief pensioenen mei 2014**

DNB, Pensioenfondsen rapporteren volledig over vermogensbeheerkosten, maar ruimte voor verbetering blijft, DNB Nieuwsbrief pensioenen, mei 2014.

**DNB Onderzoek innovatieve beleggingen 2012**

DNB, Brief Resultaten onderzoek innovatieve beleggingen, 2012

**DNB, Quinto-P**

DNB, Quinto Pensioenfondsen; onderzoek naar de administratie van pensioenaanspraken bij pensioenfondsen, 2012.

**DNB, Quinto-V**

DNB, Samenvatting Quinto; onderzoek naar pensioenadministraties van rechtstreekse regelingen bij verzekeraars, 2011.

**DNB Risicobeheersing belangenverstremeling bij pensioenfondsen 2015**

DNB, Risicobeheersing belangenverstremeling bij pensioenfondsen. Good practices, 2015

**DNB Themaonderzoek uitbesteding vermogensbeheer 2013**

DNB, Sectorbrief Themaonderzoek Uitbesteding Vermogensbeheer, 16 januari 2013.

**DNB Toetsingskader informatiebeveiliging 2014**

DNB, Toetsingskader informatiebeveiliging, 2014.

**DUFAS Actief beleggen en indexbeleggen 2010**

DUFAS, Actief beleggen en indexbeleggen, 2010.

**DUFAS Model Fiduciair Beheerovereenkomst 2008**

DUFAS, Model Fiduciair Beheerovereenkomst, 2008

**DUFAS Principles fiduciair beheer 2008.**

DUFAS, Principles fiduciair beheer, 2008.

**DUFAS Handreiking Risicomanagement voor beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen 2011**

DUFAS, Handreiking Risicomanagement voor beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen 2011.

**EBA Guidelines on internal governance 2011**

EBA, Guidelines on internal governance (GL44), 2011.

**EIOPA Guidelines on System of Governance 2013**

EIOPA, Guidelines on System of Governance, 2013.

**ESMA Advice on implementing measures AIFMD 2011**

ESMA, ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive. Final report, 2011.

**ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD 2013**

ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD. Final report, 11 februari 2013, ESMA/2013/201.

**ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD (Consultation Paper) 2015**

ESMA, Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD. Consultation Paper, 23 juli 2015, 2015/ESMA/1172.

**ESMA Guidelines. Remuneration policies and practices (MiFID) 2013**

ESMA, Guidelines. Remuneration policies and practices (MiFID), 1 oktober 2013, ESMA/2013/606.

**ESMA Questions and Answers. Application of the AIFMD 2015**

ESMA, Questions and Answers. Application of the AIFMD, 9 januari 2015, ESMA/2015/11.

**Europese Commissie Background Note for the draft implementing Directive 2006**

Europese Commissie, Background Note for the draft implementing Directive, 2006.

**Europese Commissie Financial Services: Building a framework for action 1998**

Europese Commissie, Financial Services: Building a framework for action, 1998.

**Europese Commissie Your questions on MiFID 2014**

Europese Commissie, Your questions on MiFID.

**FCA General guidance on the AIFM Remuneration Code 2014**

FCA, General guidance on the AIFM Remuneration Code (SYSC 19B). Finalised guidance, januari 2014.

**Federal Reserve Bank of New York 1999**

Federal Reserve Bank of New York, Outsourcing Financial Services Activities: Industry Practices to Mitigate Risks, 1999.

**Handboek FIRM**

DNB, Handboek FIRM, 2005.

**Handhavingsbeleid AFM & DNB 2008**

AFM & DNB, Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank, Stcrt. 11 juli 2008, nr. 132.

**High-Level Group De Larosière 2009**

J. de Larosière e.a. (High-Level Group on financial supervision in the EU), Report, 2009.

**IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding 2012**

IOSCO, Multilateral Memorandum of Understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information, mei 2002 (gereviseerd in mei 2012).

**IOSCO Report on investment management 1994**

IOSCO, Report on investment management, 1994.

**IOSCO Delegation of functions 2000**

IOSCO, Delegation of functions, 2000.

**IOSCO-richtlijnen 2005**

IOSCO, Principles on outsourcing of financial services for market intermediaries, 2005.

**Joint Forum-richtlijnen 2005**

Joint Forum, Outsourcing in financial services, 2005.

**LCP 2011**

LCP, Investment management fees Survey, 2011.

**LCP 2013**

LCP, Investment management fees survey, 2013.

**LCP Netherlands 2012**

LCP Netherlands, Werk in uitvoering bij pensioenfondsen 2012.

**Nota "Grenzen aan gedogen"**

Kabinetsnota "Grenzen aan gedogen", Kamerstukken II, 1996-1997, 25085, nr. 2.

**Onderzoeksraad voor Veiligheid 2013**

Onderzoeksraad voor Veiligheid, Risico's in de vleesketen, Den Haag, 2013.

**Pensioenfederatie 2010**

Pensioenfederatie, Aanbevelingen uitvoeringskosten, Den Haag, 2010.

**Pragma Consult 1999**

Pragma Consult (i.o.v. de Europese Commissie), Rebuilding pensions. Security, efficiency, affordability. Recommendations for a code of best practice for Second Pillar Pension Funds. Brussel: Europese Commissie 1999, p. IV.

**STAR-Principes voor goed pensioenfondsbestuur 2005**

Stichting voor de Arbeid, Principes voor goed pensioenfondsbestuur 2005, Den Haag: Huisdrukkerij SER 2005.

**Vb, UvB & OPF 2010**

Vb, UvB & OPF, Aanbevelingen beleggingsbeleid. Besturen moet je doen!, 2010.



## TREFWOORDENREGISTER

403-verklaring	2.5.7.1
Aangifte	6.7.3
Aantastbaarheid	
– van rechtshandelingen	4.1, 4.5, 5.17.1.1, 6.6.2.5, 8.2, 8.3.1
Aanwijzing	
– door de toezichthouder te geven	4.5.1.4, 6.7.3, 6.8, 6.8.2, 6.8.3.3, 6.9, 6.10, 8.1.4, 8.2, 8.3
– door de uitbesteder te geven	5.8, 5.15.1, 5.15.6, 5.19, 8.1.3, 8.3.3
abtn	(zie actuariële en bedrijfstechnische nota)
Accountant	2.5.4.1, 5.11, 5.12.4, 5.15.5.2, 5.15.4, 6.5.2
Actief risico	3.2.6
Actief vermogensbeheer	3.2.5, 3.2.6, 3.6.11
Actuariële en bedrijfstechnische nota	6.5.1
Actuariële functie	5.4.3
Actuaris	2.5.4.1, 6.5.2
Adequaat toezicht	
– belemmeren van	2.6, 5.4.1, 6.1, 6.5.1, 6.6.2.1, 6.6.2.3, 6.6.2.4, 6.6.3.3, 6.8.4.3, 6.9.2, 6.10
Administratie	5.13.1
Adviesrecht	7.5.4, 7.5.7, 7.6
Advisering	
– beleggingsadvies	2.5.8.1, 2.5.8.8
– juridisch advies	2.5.8.1
Afgeleide schade	7.3.6.1, 7.3.6.2
AFM-vergunde ondernemingen	1.7.2, 1.7.3
Alfa	3.2.6, 5.12.2.1
Algemeen pensioenfonds	1.7.4, 7.2.1.5, 7.3.4.4
Algemene beginselen van behoorlijk bestuur	6.3

---

ALM-studie	2.5.8.1, 3.6.5, 3.6.6, 5.10.3.1
Alternatieve beleggingsinstelling	2.3.3, 5.4.1, 5.4.4, 5.6.2.2, 5.7.3, 5.12.3, 5.17.1
Ambtelijk bevel	6.8.2.1, 6.8.2.2, 6.8.3.2
Andere aanspraakgerechtigden	(zie begunstigden > begrip)
Andere pensioenregelingen	1.7.7, 7.3.3, 7.3.4.2, 8.2
Bedingen ten gunste van de toezichthouder	2.6, 5.8.2, 5.17.2, 6.6.2, 6.9.2, 6.10
Bedrijfstakingpensioenfonds	1.7.4, 7.2.1.3
Beëindiging van de uitbestedingsrelatie	1.1, 5.18, 5.19, 6.8.3.3, 7.5.3, 8.1.3, 8.3.3
Beginselplicht tot handhaving	6.3, 6.10, 8.2
Begunstigden	
– begrip	1.7.9
Beheerder	2.5.6, 2.5.7.3, 2.5.8.6
– fiduciair	2.5.7.3, 2.5.8.8, 5.14
Beheerst beloningsbeleid	5.12.1, 5.12.3, 7.5.4
Beheerste en integere bedrijfsvoering	2.3.2, 2.4, 2.5.6, 2.6, 2.7, 3.6.1, 5.4.3, 5.7.3, 6.8.4.3, 6.8.5.1, 6.9.3, 8.1.1, 8.1.2, 8.1.6, 8.3.1, 8.3.3
Behoorlijk bestuur	3.6.3, 5.6.2.1
Belangenconflicten	3.5.2, 3.5.3, 5.7.3, 5.12.3, 5.14, 5.15.7
Belanghebbendenorgaan	5.4.2, 5.6.2.1, 7.3.6.1, 7.5.2, 7.5.4, 7.5.5, 7.5.7, 7.6
Beleggingsbeleid	3.3, 3.4, 3.5, 3.6, 3.7, 5.10, 8.2
Beleggingscategorie	3.2.3, 3.6.1, 5.10.3
Beleggingsdoelstelling	3.6.1
Beleggingsfonds	2.5.7.3, 2.5.8.6
Beleggingsinstelling	2.2, 2.5.6, 2.5.8.6, 2.6
– deelneming in	2.5.8.6
Beleggingsonderneming	1.7.3, 2.5.8.6
– bankbeleggingsonderneming	1.7.3, 6.8.4.3, 8.3.1
– zuivere beleggingsonderneming	1.7.3, 6.8.4.3, 8.3.1
Beleggingsplan	3.6.1, 5.8.2
Beleggingspool	2.5.8.6
Beleggingsrestricties	3.6.5, 3.6.9, 3.6.10, 5.10.3.1
Beleggingsvrijheid	3.5
Beloningsstructuur	5.7.2, 5.12.1, 5.12, 5.14.4



Benchmark	3.2.6, 5.12.2.1
Bepalingen van bijzonder dwingend recht	(zie voorrangregels)
Beroepsgenoot	5.10.1, 7.2.1.4
Beroepspensioenfonds	1.7.4, 7.2.1.4
Beroepspensioenvereniging	7.2.1.4
Beroepsrecht	7.3.6.1, 7.5.4, 7.6, 8.2
Bestraffende sanctie	6.3, 6.4, 6.7.3, 6.8.4, 6.10
“best-execution”	(zie optimale orderuitvoering)
Bestuurdersaansprakelijkheid	7.3.6, 7.3.7, 7.5.5
Bestuurlijke sanctie – bestuurlijke boete	6.7.3, 6.8.2.2, 6.8.4, 6.10, 7.1, 8.1.4, 8.2, 8.3.2
Bestuursbureau	1.5.3, 2.5.8.2, 2.5.8.8, 5.5.2, 5.14, 5.15.3
Bestuursmodel	5.5.2, 5.4.2, 7.5.2, 7.5.3, 7.5.4, 7.5.7, 7.6, 8.2
Bestuurstaak	2.5.8.1, 5.4.2, 6.9.2, 7.5.3
Betaaldienstverleners	2.2
Betrouwbaarheid	5.7.3, 6.7.3, 6.8.2.2, 6.8.5
Bewaarder	5.17.1
Bewaarneming	2.5.2
Bewaartermijn	5.13.1
Bewindvoering	6.8, 6.10, 8.3.1
Bijdragende onderneming	3.3, 3.4.1, 3.5.3, 3.6.3, 3.6.9.1
Bijstortingsverplichting	3.5.3, 3.6.6
Boeteclausule	5.17.2
Brievenbusmaatschappij	2.3.1, 2.3.3, 5.4.2, 5.4.4, 5.5.1
Broker	2.5.4.1, 5.10.5
Calamiteitenbeheersing	5.16.1
Cautie	6.4
Cliënt	1.7.9, 2.3.2, 7
Collective defined contribution	7.2.2
Collectiviteitskring	7.2.1.5, 7.3.4.4
Compliance	5.2.1, 5.3.2, 5.7.3, 5.15.2
Compliancefunctie	5.4.3
Concentratierisico	3.3, 3.6.9.1, 3.6.10, 3.6.12, 5.10.3.1
Concurrentiële druk	4.6, 5.7.1, 5.7.2, 5.7.4, 8.2
Conflictbeheersing	5.16.2
Continuïteit	2.5.5.3, 5.2.1, 5.2.2, 5.3.3, 5.5.4

Contractsvrijheid	4.4, 4.6, 8.2
Controle	
– op het pensioenfonds	6.5
– op de dienstverlener	6.6
Countervailing power	3.6.4, 3.7, 8.2
Covariantie	3.2.3, 5.10.3.1
Cumulatie	6.7.3, 6.8.2.2
Custodian	2.5.4.1, 2.5.8.3, 2.5.8.4, 2.5.8.5, 5.15.5.1
Dagelijksbeleidsbepalers	1.7.10, 2.3.3, 8.3.1
Deelnemer	1.7.9, 7.2.1
Defined benefit	1.7.6, 7.2.2, 7.4.2
Defined contribution	1.7.6, 7.2.2, 7.4.2
“derde” in uitbestedingsrelatie	5.17.1.3, 6.5.3.1, 6.9.1, 6.9.2, 8.2
Derdenbeding	6.6.2.1, 6.9.2
Derdenverklaring	5.15.5.2, 5.15.5
Derivaten	3.3, 3.6.9.1
Deskundigheid	1.7.10, 2.3.3, 2.4, 2.5.8.9, 3.6.4, 5.5
– beschikbaarheid	5.5.2
– continuïteit	5.5.4
– niveau	5.5.3
Detachering	2.5.3.3, 3.5.8.2, 2.7
Détournement de pouvoir,	
– verbod van	6.3, 6.6.2.2, 6.9.3
Diversificatie	3.2.2, 3.3, 3.6.2, 3.6.10
DNB-vergunde ondernemingen	1.7.2
Doeltreffendheidsbeginsel	(zie effectiviteitsbeginsel)
Doen plegen	6.7.2.3
Due diligence	5.7.3
Dwaling	4.5.2
Eén financieel geheel	
– eis van	7.2.1.5, 7.2.3.2
Effectenrekening	2.5.4.1
Effectiviteitsbeginsel	4.2, 4.5.4, 6.2
Effet utile	(zie effectiviteitsbeginsel)
Efficiënte portefeuille	3.2.3, 3.2.4, 3.2.5, 3.2.6, 3.6.2
Efficiënte-markthypothese	3.2.4
“eigen” werkzaamheden	2.5.1, 2.7
Enquêterecht	7.3.6.1, 7.5.6, 8.2
Escalatieprocedure	5.16.2

Evenredigheidsbeginsel	2.3.4, 6.3, 6.5.3.1, 6.6.2.2, 6.6.2.4, 6.10, 8.1.4
Exoneraties	5.17
Externe beleggingsinstellingen	2.5.8.6
Feitelijk leiding geven	6.7.2.4
Fiduciair beheer	1.5.3, 2.5.8.8, 5.4.1, 5.14
Financiële ondernemingen	1.7.9, 7.2.3.3
Fondsspecifieke karakteristieken	3.6.6
Formele of feitelijke zeggenschaps- structuur	2.6, 5.4.1
Forumkeuze	5.7.1, 5.9
Frauderisico	5.2.1
Functioneel ouderschap	6.7.2.2
Functioneel toezichtmodel	2.2
Gedoogbeleid	4.2, 6.2, 6.8.1.1, 8.2
Gedraglijn	6.8.2.1, 6.9.2
Gelijk speelveld	4.3, 4.4
Gelijkwaardigheidsbeginsel	4.2, 4.6
Gemengd bestuurmodel	(zie one tier board)
Gepensioneerde	1.7.9, 3.5.2, 7.3.5
Gereguleerde markt	2.5.4.1, 3.3, 3.6.9
Geschiktheid	(zie deskundigheid)
Geschillenbeslechting	5.9.1, 5.16.2
Gevolmachtigd agent	3.1
Gewezen deelnemer	1.2, 1.7.9, 7.3.6.1, 7.5.2, 7.5.4, 7.5.7
Goed opdrachtnemer	4.5.1.4, 5.8.1, 5.10.1
Goedkeuring	2.5.8.6, 5.6.2, 6.5.1
Goedkeuringsrecht	7.5.5, 7.5.7, 7.6, 8.2
Governance-functies	5.4, 5.4.3, 5.4.4
Governancesysteem	2.5.5.3
Groepsuitbesteding	2.5.3.2, 2.5.7.1, 2.7, 8.3.1, 8.3.2
Handhaving	4.4, 6.2, 6.3, 6.4, 6.7, 6.8, 6.9
Hardheidsclausule	6.8.4.3
Harmonisatie	
– minimumharmonisatie	4.2, 4.3, 4.4, 4.6
– maximumharmonisatie	4.2, 4.3, 4.4, 4.6
Herstelsanctie	6.3, 6.4, 6.7.3, 6.8.2.3, 6.8.3.1
Hertoetsing van beleidsbepalers	6.8.5
Herverzekerd pensioenfonds	(zie verzekerd pensioenfonds)

Incidentele uitbesteding	2.5.7.2, 2.7, 8.1.2
Incidenten	5.14.4, 5.15.7
Indexatie	3.6.6, 7.2.1.2, 7.3.5, 7.3.6.1
– beleid	3.6.6
– schade	7.3.5, 7.3.6.1
Informatie-asymmetrie	5.2.3, 5.15.1
Informatiebevoegdheid	(zie inlichtingenbevoegdheid)
Information ratio	3.2.6
Inlichtingenbevoegdheid	6.5.3.3, 6.5.4, 6.6.1, 6.6.2
Inspanningsverplichting	6.5.3.4, 7.6, 8.2
Inspraakorgaan	7.5.2, 7.5.4, 7.5.6, 7.6, 8.2
Instructies	5.15.6
Integriteit	5.14, 5.15.2
Interne beleggingsinstelling	2.5.8.6
Interne markt	3.5, 4.4
Interne toezichthouder	1.7.5
Interne voorbereiding	5.6, 7.5.3
Interne-controlefunctie	5.4.3, 5.5.2
Inzagebevoegdheid	6.5.3.3, 6.5.4, 6.6.2.1
Jaarrekening	2.5.4.1, 5.4.1, 7.5.4
Kapitaalcontract	
– verzekerd pensioenfonds	2.5.8.9
Kapitaalovereenkomst	7.2.2
Kernactiviteiten	2.5.1, 2.5.4.2, 2.7
Kettingbeding	2.5.7.3, 2.7, 5.11, 5.17.1.2, 6.6.2.1, 8.3.3
“key personnel”	5.14.4
Korten van pensioenen	7.4.1, 7.4.2
Kostenbeheersing	5.12.1, 5.12.4
Kostenstructuur	2.6
Kredietcrisis	3.6.5, 3.6.10
Kwalitatieve beleggingsrestricties	(zie prudent person rule)
Kwantitatieve beleggingsrestricties	3.3, 3.4, 3.5.1, 3.6.9.1, 3.6.9.2
Last onder dwangsom	6.5.3.4, 6.6.2.5, 6.7.3, 6.8, 6.8.3, 6.9.1, 6.10, 8.1.4
Last zonder dwangsom	6.8.2.1
Lastgeving	5.8.1, 5.10.4
Legaliteitsbeginsel	3.6.10, 4.3, 6.8.1.2

---

Liquiditeitsrisico	3.6.2, 3.6.9.1
“look through”-principe	5.15.3
loyaliteitsverplichting	
– MiFID	4.3, 4.5.3, 5.8.1, 5.14
– tussen lidstaten Europese instellingen	2.6, 6.6.3.2
Maatschappelijk verantwoord beleggen	3.6.9.2, 5.7.3
Marktportefeuille	(zie efficiënte portefeuille)
Marktrisico	3.2.2
Matching	3.6.3
Materialiteitsdrempel	2.5.5, 2.6
Materiële werkzaamheden	(zie “wezenlijke” werkzaamheden)
Medepleger	6.7.2.3
Medeplichtigheid	6.7.2.3
Medewerking	6.6.2.1
– plicht	6.5.3.4, 6.5.4, 6.8.3, 6.8.4
Melding	5.6.2, 5.15.2, 6.5.1, 6.5.2, 6.5.3
Modelovereenkomst	1.5.3, 5.7.2, 5.9.2, 8.3.3
Modelportefeuille	3.6.1, 3.6.11, 5.10.3.1
Monitoring van een beleggingsportefeuille	2.5.8.5
Multi-ondernemingspensioenfondsen	1.7.4
Ne bis in idem	6.7.3, 6.8.2.2
Nietigheid	(zie aantastbaarheid)
Niet-uitvoerende bestuurders	1.7.5, 7.5.2
Noodplannen	5.16.1
Normoverdragend gesprek	6.3, 6.7.3, 6.8.1, 6.10, 8.1.4
Offerte-aanvraag	5.6.3, 5.7.2
Onderbrengplicht	3.6.9.1, 6.5.1, 7.2.1.2
Onderhandelingen	5.7.3, 5.7.4, 5.12.2.2
Onderlinge informatie-uitwisseling	5.15.2
Onderlinge taakverdeling	6.7.2.4
Ondernemingspensioenfonds	1.7.4, 7.2.1.1, 7.2.1.2, 7.2.1.5
Ondernemingsraad	5.6.2.1
Ondersteunende werkzaamheden	2.5.1, 2.5.6, 2.7
Onderuitbesteding	2.5.7.3, 2.7, 5.3.3, 5.6.2.2, 5.11, 5.17.1.2

Onderzoek ter plaatse	2.6, 5.11, 5.15.1, 5.15.2, 5.15.5.3, 6.6.2.1, 6.6.2.4, 6.6.2.5, 6.10, 8.1.4
“one tier board”	1.7.5, 7.5.2
Onsystematisch risico	3.2.2, 3.2.3, 3.2.5
Ontzaffing	1.5.2
Opdracht,	
– overeenkomst van	2.5.1, 5.8.1
Optimale orderuitvoering	5.10.4, 5.14
Optimale portefeuille	(zie efficiënte portefeuille)
Opzegging	
– opzeggingsbevoegdheid	5.18.1.1
– opzegtermijn	5.18.1.2
– opzegvergoeding	5.18.1.3
Orderuitvoeringsbeleid	5.10.4, 5.14
Overlegstructuur	5.15.7
Overtreder	6.7.2
Overtreding	
– algemeen	6.7.1
– van de pensioenrechtelijke uitbestedingsregels	4.5.1.4
Passief vermogensbeheer	5.10.1
Pensioenaanspraken	1.7.8, 7.2.3.2, 7.3.2, 7.3.3, 7.3.4, 7.6, 8.2
Pensioenadministrateur	2.4, 3.1
Pensioendriehoek	7.2.1
Pensioenfonds	
– algemeen	1.7.4
– uitbesteding van vermogensbeheer door	5
– vermogensbeheer door	3
Pensioenfondsbestuur	
– verhaal van schade op	7.3.6.2
Pensioenovereenkomst	1.7.6, 7.2.1.2
Pensioenrechten	1.7.8
Pensioenregeling	1.7.6, 1.7.7, 7.2.2, 7.3.2
Pensioenreglement	1.7.6
Pensioenuitvoerder	1.7.4, 7.2.3
Pensioenuitvoeringsbedrijf	2.5.8.8
Pensioenverzekeraar	1.7.4, 7.2.3, 7.2.3.2
Premieovereenkomsten	7.2.2, 7.2.3.1

Premiepensioeninstelling	1.7.4, 7.2.3.1
Premieregeling	1.7.7
– met omzetting premie in aanspraak op kapitaal	7.2.2, 7.3.2, 8.2
– met omzetting premie in aanspraak op uitkering	7.2.2, 7.3.3, 8.2
Premieschade	7.3.5
Preventieve handhaving	6.7.1, 6.7.3
Proportionaliteit	2.3.4, 2.5.5.6, 6.5.3.1
Proportionaliteitsbeginsel	2.3.4, 6.3, 6.5.3.1, 6.6.2.2, 6.6.2.4, 6.10, 8.1.4
“prudent person rule”	3.4.2, 3.4.3, 4.5
Publicanus	1.1
Punitieve sanctie	(zie bestraffende sanctie)
Quasi-uitbesteding	2.6, 5.17.1.3
Raad van toezicht	1.7.5, 5.6.2.1
Rapportages	5.15.2, 5.15.3
Rechtsbijstandverzekeraar	2.5.8.1
Rechtskeuze	5.9, 5.9.2, 5.9.4
Rechtszekerheidsbeginsel	4.5.1.1, 6.8.2.3
Redelijkheid en billijkheid	
– beperkende werking	4.5.3, 5.15.6
Redenen om tot uitbesteding over te gaan	1.1
Reflexwerking	2.6
Reglement	6.5.1, 7.2.1.2
Reputatieschade	2.5.5.4, 5.16.1
Resultaatsverplichting	6.5.3.4
Richtlijnconforme interpretatie	2.3.2, 4.4
Rijpheid van het fonds	3.6.6
Risicobegrip	5.2.1
Risicoanalyse	5.2
Risico-avers	3.2.1
Risicobegrenzing	5.10.3.1, 5.10.3.2, 5.10.3.3
Risicobeheer	2.5.5.3, 5.5.3
Risicobeheerfunctie	5.4.3
Risico-bereidheid	3.6.6
Risicobudgettering	3.2.6
Risico-draagkracht	3.6.6
Risicogebaseerd toezicht	6.5.3
Risicohouding	3.6.1

Risicopremie	3.2.4, 3.2.6
Risicoreductie	3.2.2, 3.2.3
Risicovrije belegging	3.2.1
“risk appetite”	3.2.3, 3.6.6
samenwerkingsovereenkomst	
– tussen toezichthouders	2.6, 6.6.3.3
Sanctiemaatregelen	3.6.9.2
Sectoraal georganiseerd toezichtmodel	2.2
Securities lending	2.5.8.4
Selectieproces	5.6, 6.8.4.4
Sponsor	(zie: bijdragende onderneming)
Staatsobligatie	3.6.10
Staten	2.5.4.1, 2.6, 3.6.10, 5.4.1, 5.6.2.2, 6.5.1
Stille curatele	6.8
Strafvervolgning	6.4, 6.8.2.2, 6.8.3.2
Strategische beleggingsbeleid	3.6, 3.6.11, 5.10.2
Streefregeling	7.2.2
Structurele uitbesteding	2.5.7.2
Subsidiariteit	6.5.3.1, 6.10, 8.1.4
Systeemrisico	3.6.5
Systematisch risico	3.2.2, 3.2.3, 3.2.5
Taakopdracht	5.7.2, 5.10, 5.15.6
Tactisch beleggingsbeleid	3.6.11, 5.10.3
Tariefstructuur	5.12.2.1
Tegenstrijdige belangen	3.5.2, 3.5.3, 5.2.3, 5.10.4, 5.14
Term sheet	5.7.2, 5.7.4
Toekomstige schade	7.3.5
Toetsing van beleidsbepalers	(zie hertoetsing van beleidsbepalers)
Toezichthouder	1.7.5
Toezichtmedewerker	5.2.2
Toezichtsantecedent	6.8.2.2
Toezichtsvordering	6.8.2.1
Totaleportefeuilletoets	3.4.2, 3.6.9.1
Tracking error	3.2.6, 5.10.3.1, 5.10.3.3
Trust	3.5.2



Uitbestedingsbeleid	2.5.7.2, 5.1, 5.3, 5.6, 5.8.2, 5.15.5.2
Uitbestedingsbeslissing	
– “business case”	5.6.1
– goedkeuring, melding of kennisgeving	3.3, 3.5.1, 5.6.2.2, 6.5.1
Uitbestedingscyclus	5.1, 5.2.2
Uitbestedingsparadox	5.10.1, 5.15.6
Uitbestedingsregels	
– reikwijdte	2.5, 2.6
– gemeenschappelijk systeem	2.1, 2.4
– verplicht	(zie verplichte uitbesteding)
Uitbestedingsverbod	4.5.1.4, 5.4, 6.7.2.4, 6.8.2.3
Uitkeringsovereenkomst	7.2.2
Uitlokking	6.7.2.3
Uitsluitingslijst	3.6.9.2, 5.8.2, 5.10.3.2
Uitvaren	2.5.7.1
Uitvoering van transacties	5.10.1, 5.10.4, 5.10.5
Uitvoeringsovereenkomst	3.3, 3.6.3, 6.5.1, 7.2.1.2, 7.2.1.3, 7.2.3.2, 7.4.1
Uitzendovereenkomst	2.5.2, 2.5.3.3, 2.5.5.2
Verantwoordingsorgaan	5.4.2, 7.3.6.1, 7.5.2, 7.5.4, 7.5.6, 7.5.7
Vernietigbaarheid	(zie aantastbaarheid)
Verplichte uitbesteding	2.5.4.2
Verplichtingenstructuur	3.4.1, 3.5.3
Vertrouwelijke informatie	2.4, 5.2.2, 5.3.3, 5.7.1, 5.7.3, 5.13.2, 5.17.2, 6.6.3.1
Vervolging	6.4, 6.5.3.4, 6.5.4, 6.8.2.2, 6.8.3.2, 6.8.4.1
Verzekerd pensioenfonds	2.5.8.9,
Visitatiecommissie	1.7.5, 5.6.2.1, 7.5.2
Volatiliteit	(zie risicobegrip)
Voorrangsregels	5.9.2, 5.9.3
Voortgezette dienstverlening	5.16.2, 5.18.3
Vrijwaring	5.17.2
Waarschuwing	4.3, 6.8.1.1
Werkgever	1.7.6, 3.3, 3.5.3, 3.6.6, 3.6.9.1, 5.7.1, 5.14, 6.5.2, 7.2.1, 7.2.3.2, 7.2.3.3, 7.4.1, 7.5.2

Werknemer	1.7.6, 2.5.3.3, 3.6.4, 5.3.3, 5.12.3, 6.7.2.2, 7.2.1, 7.2.3.2, 7.5.2
“Wezenlijke” werkzaamheden	2.5.1, 2.5.2, 2.5.5, 2.5.6, 2.5.7, 2.5.8.1, 2.5.8.3, 2.6, 5.3.2, 5.6.2.1, 5.14.4
Willekeur, (verbod van -)	6.3, 6.8.4.3
IJzerdraad-criteria	6.7.2.2
Zorgplicht	2.5.6, 3.5.2, 4.1, 4.3, 4.4, 4.5.1, 4.5.3, 5.8.1, 5.10.1, 5.17.1.1, 6.8.4.4, 6.9.3, 7.3.3, 7.3.6.1
Zorgvuldigheidsbeginsel	6.3
Zuivere premieovereenkomst	(zie zuivere premiereregeling)
Zuivere premiereregeling	1.7.7, 7.2.2, 7.2.3, 7.3.1, 7.3.3, 7.3.4.2, 7.3.6.1, 7.4.2, 8.2

## **CURRICULUM VITAE**

Peter Laaper is op 21 februari 1978 geboren te Best. Na afronding van de opleiding Bestuurlijke Informatiekunde aan de Universiteit van Tilburg, begon hij in 2004 aan de opleiding Nederlands recht aan de Radboud Universiteit Nijmegen. In december 2008 rondde hij de Duale Master Onderneming & Recht (voorheen: Nijmegen Law School of NLS) af. In april 2009 trad hij in dienst bij het Instituut voor Financieel Recht / Van der Heijden Instituut. Op 15 november 2014 startte Peter bij het in financieel recht gespecialiseerde kantoor Keijser Van der Velden advocaten te Nijmegen. Vanaf 1 november 2015 combineert hij deze praktijk met een aanstelling als universitair docent financieel privaatrecht aan het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht van de Universiteit Utrecht.



## SERIE ONDERNEMING EN RECHT

In de Serie Onderneming en Recht zijn de volgende delen verschenen:

0. 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.  
Deel 2-IV Voorontwerp Insolventiewet, Deventer 2007.
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.
15. C.M. Hilverda,  
Faillissementsfraude, Deventer 1999.
16. Gerard van Solinge, M.P. Nieuwe Weme,  
Gedrageregels 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.
28. Ewan McKendrick,  
The Creation of a European Law of Contract, Deventer 2004.
29. D.W. Aertsen,  
De Trust. Beschouwingen over invoering van de trust in het Nederlandse recht,  
Deventer 2004.
30. C.G. van der Plas,  
De taak van de rechter en het IPR, Deventer 2005.
31. A. Steneker,  
Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen, Deventer 2005.
32. B.P.M. van Ravels,  
Grenzen van voorzienbaarheid, Deventer 2005.
33. N.E.D. Faber,  
Verrekening, Deventer 2005.
34. D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (*red.*),  
Marktmisbruik, Deventer 2006.  
Handboek Marktmisbruik, Deventer 2008 (*tweede druk*).
35. R.H. Maatman,  
"Het belangrijkste financiële product", Deventer 2006.
36. B.F.L.M. Schim,  
Giraal effectenverkeer en goederenrecht, Deventer 2006.
37. T.H.D. Struycken,  
De numerus clausus in het goederenrecht, Deventer 2007.
38. D.R. Doorenbos,  
Naming & Shaming, Deventer 2007.
39. I.P. Asscher-Vonk, A. van Hees, R.H. Maatman, B.J. Schoordijk (*red.*),  
Onderneming en integriteit, Deventer 2007.
40. D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme,  
W.A.K. Rank (*red.*),  
Onderneming en financieel toezicht, Deventer 2007.

41. N.E.D. Faber, C.J.H. Jansen, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Fiduciaire verhoudingen «Libellus amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann»,  
Deventer 2007.
42. A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus (*red.*),  
De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Deventer  
2007.  
Deel 42-I Algemeen deel  
Deel 42-II Bijzonder deel
43. A.J. Verdaas,  
Stil pandrecht op vorderingen op naam, Deventer 2008.
44. N.E.D. Faber, J.J. van Hees, S.C.J.J. Kortmann, N.S.G.J. Vermunt, Ch.A.M.  
Domingus-Schwencke (*red.*),  
De bewindvoerder, een octopus, Deventer 2008.
45. L.G. Verburg,  
De Koers van de bestuurder, Deventer 2008.
46. M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge (*red.*),  
Handboek Openbaar Bod, Deventer 2008.
47. J.W.P.M. van der Velden,  
Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, Deventer 2008.
48. H. Verschueren, M.S. Houwerzijl (*red.*),  
Arbeidsrecht over de grenzen heen: België, Nederland, Europa, de wereld,  
Deventer 2009.
49. N.E.D. Faber, H.W. Heyman, C.J.M. Klaassen, Ch.A.M. Domingus-Schwencke,  
C. Rijckenberg (*red.*),  
Knelpunten bij beslag en executie, Deventer 2009.
50. M.S. Houwerzijl, S.S.M. Peters (*red.*),  
Exit. Onderneming, werknemer en het einde van de dienstbetrekking, Deventer  
2009.
51. D. Busch, C.M. Grundmann-van de Krol (*red.*),  
Handboek Beleggingsondernemingen, Deventer 2009.
52. J.C.A. Houdijk,  
Publieke belangen in het mededingingsrecht: een onderzoek in vijf domeinen,  
Deventer 2009.
53. C.M. Hilverda,  
Faillissementsfraude (*derde druk*), Deventer 2009.



54. N.E.D. Faber, C.M. Grundmann-van de Krol, F.E.J. Beekhoven van den Boezem, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
De Kredietcrisis, Deventer 2010.
55. J.B. Spath,  
Zaaksvervanging, Deventer 2010.
56. F.E.J. Beekhoven van den Boezem,  
Credit Claims, Deventer 2010.
57. D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (*red.*),  
Onderneming en financieel toezicht, Deventer 2010.
58. N.E.D. Faber, H.J. Damkot, N.S.G.J. Vermunt, Ch.A.M. Domingus (*red.*),  
Bancaire zekerheid, Liber amicorum mr. J.H.S.G.K. Timmermans, Deventer 2010.
59. L.G. Verburg,  
Het Nederlands ontslagrecht en het BBA-Carcinoom, Deventer 2010.
60. A.D.W. Soedira,  
Het akkoord, Deventer 2011.
61. D. Busch,  
Naar een beperkte aansprakelijkheid van financiële toezichhouders?,  
Deventer 2011.
62. A.J. Tekstra,  
Verrekening door de fiscus, Deventer 2011.
63. S.E. Bartels, A.J. Verdaas, R.J. van der Weijden (*red.*),  
Effecten en vermogensrecht, Deventer 2011.
64. R.H. Maatman, R.M.M.J. Bauer, D. Busch, L.G. Verburg (*red.*),  
Onderneming en pensioen, Deventer 2011.
65. J.W.A., Biemans,  
Rechtsgevolgen van stille Cessie, Deventer 2011.
66. C.J.M. Klaassen, G. van Solinge, H.M. de Mol van Otterloo, P.E. Ernste (*red.*),  
Onderneming en ADR, Deventer 2011.
67. N. van Tiggele-van der Velde, R.G.L. Gerrits, P. Soeteman, J.H. Wansink (*red.*),  
"Verzekering ter beurze". Coassurantie in theorie en praktijk, Deventer 2011.
68. B. Bierens, C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (*red.*),  
Handboek Beursgang, Deventer 2011.

69. P.J. van der Korst, R. Abma, G.T.M.J. Raaijmakers (*red.*),  
Handboek onderneming en aandeelhouder, Deventer 2012.
70. M.H.E. Rongen,  
Cessie, Deventer 2012.
71. V.P.G. de Serière,  
Als de (stille?) noodklok luidt... Overheidsingrijpen in privaatrechtelijke  
verhoudingen ten behoeve van stabiliteit in de financiële sector, Deventer 2012.
72. N.E.D. Faber, J.J. van Hees, N.S.G.J. Vermunt (*red.*),  
Overeenkomsten en insolventie, Deventer 2012.
73. C.M. Hilverda, De bestrijding van faillissementsfraude: waar een wil is .. ... ,  
Deventer 2012.
74. P.E. Ernste,  
Bindend advies, Deventer 2012.
75. R.J. van der Weijden,  
De faillissementspauliana, Deventer 2012.
76. D.R. Doorenbos, M.J.C. Somsen, G.V. Naber (*red.*),  
Onderneming en sanctierecht, Deventer 2013.
77. P.T.J. Wolters,  
Alle omstandigheden van het geval, Deventer 2013.
78. D. Busch, C.J.M. Klaassen, Mr. T.M.C. Arons (*red.*),  
Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer 2013.
79. D. Busch, M.P. Nieuwe Weme (*red.*),  
Christels koers, Liber amicorum prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol,  
Deventer 2013.
80. S.R. Damminga,  
Ongerechtvaardigde verrijking en onverschuldigde betaling als bronnen van  
verbintenissen, Deventer 2013.
81. A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann (*red.*),  
The Influence of EU Law on National Private Law, Deventer 2014.  
Volume 81-I General Part  
De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht, Deventer  
2014.  
Deel 81-II Bijzonder deel
82. C.J.H. Jansen, L.G. Verburg (*red.*),  
Onderneming en beloning, Deventer 2014.

83. C.J.M. Klaassen, N. van Tiggele-van der Velde, P.E. Ernste, A.Ch.H. Franken (*red.*),  
Verzekering en ADR, Deventer 2014.
84. G.J.L. Bergervoet,  
Borgtocht, Deventer 2014.
85. R.W.E. van Leuken,  
Rechtsverhoudingen tussen particulieren en de verdragsrechtelijke verkeersvrijheden, Deventer 2015.
86. V.J.M. van Hoof,  
Generale zekerheidsrechten in rechtshistorisch perspectief, Deventer 2015.
87. C.J.H. Jansen,  
De wetenschappelijke beoefening van het burgerlijke recht in de lange 19<sup>e</sup> eeuw,  
Deventer 2015.
88. P. Laaper,  
Uitbesteding in de financiële sector, Deventer 2015.

