

Netspar NEA PAPERS

Jacqueline van Leeuwen

Toezicht door DNB op
de toepassing van de
prudent person-regel
in relatie tot het nieuwe
pensioencontract



The background of the page is white with a series of thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right, creating a sense of movement and depth.

Jacqueline van Leeuwen

Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract

NEA PAPER 46

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Februari 2012

Redactie

Roel Beetsma (Chairman) – Universiteit van Amsterdam
Erik Beckers – Zwitserleven
Bart Boon – Ministerie van Financiën
Eddy van Doorslaer – Erasmus Universiteit Rotterdam
Kees Goudswaard – Universiteit Leiden
Martijn Hoogeweegen – ING Investment Management
Arjen Hussem – PGGM
Frank de Jong – Tilburg University
Adrie Moons – Ministerie van SZW
Johan Nieuwersteeg – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hens Steehouwer – ORTEC Finance
Peter Wijn – APG

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Prisma Print, Tilburg University

Redactieadres

Netspar, Tilburg University
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg
info@netspar.nl

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

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>Samenvatting</i>	11
1. <i>Introductie</i>	13
2. <i>De prudent person-regel</i>	16
2.1 <i>Regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen: twee benaderingswijzen</i>	16
2.2 <i>De prudent person-regel in onze huidige pensioenwetgeving</i>	19
3. <i>Het huidige DNB toezichtkader en de prudent person-regel</i>	28
3.1 <i>Principle-based toezicht</i>	28
3.2 <i>Wanneer gaat DNB in de praktijk over op handhaving?</i>	35
4. <i>Het toekomstige DNB toezichtkader en de prudent person-regel</i>	40
4.1 <i>Aspecten van het nieuwe pensioencontract die relevant zijn voor de prudent person-regel</i>	41
4.2 <i>Vereist het nieuwe pensioencontract ander toezicht in relatie tot de prudent person-regel?</i>	43
4.3 <i>Voorstel tot nadere invulling van de prudent person-regel</i>	45
4.4 <i>Nadere uitwerking</i>	47
5. <i>Conclusie</i>	51
<i>Literatuurlijst</i>	53
<i>Jurisprudentie</i>	56

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Roel Beetsma

Voorzitter van de Netspar Redactieraad

Affiliaties

Jacqueline van Leeuwen – Universiteit Utrecht

TOEZICHT DOOR DNB OP DE TOEPASSING VAN DE PRUDENT PERSON-REGEL IN RELATIE TOT HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT

Samenvatting

In deze paper staat de vraag centraal hoe het toezicht door De Nederlandsche Bank (DNB) op de toepassing van de prudent person-regel er onder invloed van het nieuwe pensioenakkoord mogelijk uit zal zien. En of te verwachten is dat daarmee voldoende zekerheid zal bestaan dat pensioengelden straks zorgvuldig belegd worden.

In deze paper wordt allereerst de prudent person-regel nader uitgewerkt, waarna zowel naar het huidige als het toekomstige toezichtkader wordt gekeken.

Omdat er behoefte bestaat aan duidelijkheid en objectieve uitgangspunten, zou een mogelijkheid zijn om binnen het nieuwe financieel toetsingskader (FTK2) een meer rule-based benadering van de prudent person-regel vast te leggen door middel van een kwantitatief georiënteerde invulling van de regel. Dit kan gerealiseerd worden door pensioenfondsen te categoriseren op basis van kenmerken als risicoprofiel of strategisch risicokader. Op de verscheidene categorieën zijn modelportefeuilles met bandbreedtes voor iedere investeringscategorie van toepassing. Op deze wet- of regelgeving moet een variant van het *comply or explain* beginsel van toepassing zijn. Pensioenfondsen die de modelportefeuille volgen, moeten uitleggen waarom ze binnen de bandbreedtes voor een bepaalde beleggingsmix hebben gekozen, met bijpassend risicobeheer. Pensioenfondsen

die afwijken, moeten dit onderbouwen en aantonen dat hun risicobeheer geschikt is voor de door henzelf vastgestelde portefeuille.

Deze kwantitatieve invulling van de prudent person-regel laat ruimte voor differentiatie tussen pensioenfondsen, die nodig is gezien het heterogene karakter van de pensioenfondsector. De wetgever is verantwoordelijk voor de vaststelling van de modelportefeuilles. In dit model is sprake van *ex post* toezicht; *ex ante* toezicht zorgt voor een ongewenste verschuiving van de verantwoordelijkheid over het gevoerde beleid van het pensioenfonds naar DNB. Dergelijke verantwoordelijkheid hoort niet bij de toezichthouder thuis.

1. Introductie

Op 11 oktober 2011 werd het Nederlandse pensioenstelsel voor de derde keer op rij bestempeld als beste ter wereld.¹ Dit werd ontvangen als goed nieuws, maar niet zelden ook als verrassend nieuws. Dat heeft ongetwijfeld zijn oorzaak in de frequente confrontatie met zowel de alarmerende berichten over dalende dekkingsgraden en dreigende kortingen, als de berichtgeving over het nieuwe pensioenakkoord. De geplande veranderingen zijn bedoeld om ons stelsel “weerbaar en wendbaar” en daarmee toekomstbestendig te maken, zodat we ook in de toekomst de vruchten kunnen plukken van ons unieke en goede pensioenstelsel.² Op 4 juni 2010 leidde dit tot het *Pensioen Akkoord Voorjaar 2010* en op 10 juni 2011 bereikten de Stichting van de Arbeid en het kabinet vooralsnog overeenstemming omtrent de uitwerking van dit pensioenakkoord.³

Het nieuwe pensioenakkoord vormt een definitieve stap van toegezegde pensioenregelingen (uitkeringsovereenkomsten, *defined benefit*) naar beschikbare premieregelingen (*defined contribution*). De beleggingsrisico's zullen meer dan voorheen bij de deelnemers liggen. Dit vraagt een zorgvuldige omgang met de pensioengelden. Het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfondsen worden niet alleen bepaald door het pensioenfondsbestuur, maar worden mede ingevuld door het toezichtkader dat daarop van toepassing is. De volgende passage in de brief van het kabinet aan de Tweede Kamer is hierbij van belang:

- 1 Melbourne Mercer Global Pension Index 2011.
- 2 Stichting van de Arbeid 2010; Stichting van de Arbeid 2011, p. 7. Erg belangrijk hiervoor waren de bevindingen van de Commissie Frijns 2010 en de Commissie Goudswaard 2010.
- 3 Stichting van de Arbeid 2011, met achterin de bijlage bij de brief van het kabinet aan de Tweede Kamer.

“Ten aanzien van het beleggingsbeleid blijft de prudent-person regel leidend. In aansluiting daarop zal in het toezicht verankerd moeten worden dat pensioenfondsen voldoende aandacht schenken aan het beleggingsbeleid en de daarmee samenhangende risico's. Omdat meer risico's bij de deelnemers terecht komen en er niet meer wordt gewerkt met een wettelijke zekerheidsmaatstaf, zal DNB op dit punt meer instrumenten / bevoegdheden krijgen. Hierbij valt te denken aan het vastleggen van uitgangspunten in de wet- en regelgeving, die de toezichthouder kunnen helpen bij het vooraf beoordelen of de beheerste en integere bedrijfsvoering in lijn is met het risicoprofiel dat is afgesproken in het pensioencontract. Daarbij zal recht moeten worden gedaan aan de aanbevelingen van de Commissie Frijns inzake het risicomanagement, het beleggingsbeleid en de uitvoering van het risicobeheer en het beleggingsbeleid.”⁴

Hieruit blijkt het belang van de vraag hoe het toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel er onder invloed van het nieuwe pensioenakkoord mogelijk uit zal zien. En tevens of te verwachten is dat daarmee voldoende zekerheid zal bestaan dat pensioengelden zorgvuldig belegd worden. Voorlopig is dit nog onduidelijk; het wetsvoorstel FTK/Pensioenwet wordt pas eind 2012 verwacht en de uiteindelijke wetswijziging gaat waarschijnlijk pas in 2014 in.⁵

Gegeven deze vraag staat in deze NEA-paper het prudentieel toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel

4 Bijlage brief kabinet 2011.

5 Toespraak Minister Kamp over pensioenen op bijeenkomst van ABP in Den Haag, 10 oktober 2011, www.rijksoverheid.nl.

in het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfondsen centraal, nu en in de toekomst. Het eerste deel van deze paper heeft betrekking op de prudent person-regel. Allereerst wordt de achtergrond daarvan beschreven in vergelijking met kwantitatieve beleggingsrestricties (§2.1). Vervolgens komt de prudent person-regel in ons huidige recht aan bod (§2.2), waarbij beargumenteerd wordt dat de prudent person-regel bestaat uit drie pijlers: een 'investeringspijler', een 'risicobeheerpijler' en een 'organisatorische pijler' (§2.2.2). De focus is gericht op de investeringspijler en risicobeheerpijler. Voordat er vervolgens uitspraken kunnen worden gedaan over de toekomst van het DNB-toezichtkader, zal eerst het huidige toezichtkader worden beschreven (§3). Daarna wordt nader ingegaan op – voor de probleemstelling – relevante aspecten van het nieuwe pensioencontract (§4.1). Daarbij komt de vraag aan bod of het nieuwe pensioencontract behoefte heeft aan een verscherpt toezichtkader (§4.2) en wordt een voorstel gedaan tot nadere invulling van de prudent person-regel (§4.3). Vervolgens zullen enkele aandachtspunten die daarbij spelen aan de orde worden gesteld (§4.4). Het geheel wordt afgesloten met een conclusie (§5).

2. De prudent person-regel

In Nederland wordt het beleggingsbeleid van pensioenfondsen gedomineerd door een open norm: de prudent person-regel. Voordat de prudent person-regel uit de IORP-richtlijn⁶ in 2006 zijn intrede deed in de Nederlandse wetgeving – eerst in art. 9ba PSW en daarna art. 135 PW – kende Nederland al sinds 1952 de verplichting voor pensioenfondsen om op ‘solide wijze’ te beleggen.⁷ Deze soliditeitseis komt in feite neer op een prudent person-regel.⁸ Nederland kent derhalve een prudent person-traditie. Toch is de betekenis en reikwijdte van de prudent person-regel niet altijd duidelijk.

2.1 Regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen: twee benaderingswijzen

Wereldwijd gezien zijn er twee alternatieve benaderingswijzen voor regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen: kwantitatieve beleggingsrestricties en de prudent person-benadering.⁹ Tussen beide benaderingen bestaat geen strikte scheidingslijn. Er is eerder sprake van een continuüm tussen de ‘zuivere’ prudent person-benadering en ‘zuivere’ kwantitatieve beleggingsrestricties, waarbij de meeste landen een variant van de twee standaarden toepassen.¹⁰

6 Richtlijn 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van 3 juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, PbEU 2003, L 235/10. Deze richtlijn staat ook bekend als de Pensioenrichtlijn.

7 Maatman 2004, p. 234.

8 Ibid, p. 234. Dit blijkt ook uit de wetsgeschiedenis behorend bij art. 135 PW, zie Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 92.

9 Davis 2002, p. 157; OECD 2007, p. 2.

10 Dit blijkt uit onderzoek dat is gedaan naar de regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen in verscheidene OECD-landen. OECD 2007, p. 3. Zie ook Davis 2002, p. 157.

2.1.1 *Kwantitatieve beleggingsrestricties*

Bij kwantitatieve beleggingsrestricties formuleert de overheid of toezichthouder specifieke regels die beleggingen in bepaalde vermogenscategorieën in kwantitatief opzicht begrenzen. Kenmerkend voor kwantitatieve beleggingsrestricties is dat zij vaak betrekking hebben op vermogenscategorieën met een hoge prijsvolatiliteit c.q. lage liquiditeit.¹¹ Een investering wordt beschouwd prudent te zijn als deze 'veilig' is. Om de veiligheid van het vermogen te kunnen beoordelen, wordt iedere belegging afzonderlijk beoordeeld aan de hand van een constante standaard.¹² De focus is dus gericht op de individuele beleggingen. Het totaalrisico van de beleggingsportefeuille mag niet boven een bepaald niveau uitstijgen. Tegenvallende resultaten van een individuele belegging kunnen een pensioenfonds aangerkend worden. Bij een systeem met kwantitatieve restricties en gefixeerde standaarden is sprake van duidelijke *rule-based* wet- en regelgeving. Hierbij wordt getracht aan de hand van zoveel mogelijk regels bepaald gedrag te bevorderen.¹³

2.1.2 *Prudent person-regel*

De andere benadering van de regulering van beleggingsbeleid is de prudent person-regel, waarbij pensioenfondsen geacht worden 'prudent' te beleggen. Bij deze benadering is er normaliter geen sprake van strenge restricties van beleggingen in bepaalde vermogenscategorieën.¹⁴ De prudent person-regel richt

11 Davis 2002, p. 165.

12 Davis 2002, p. 165, met een verwijzing naar Goldman 2000, p. 219-224. Zie ook Maatman 2004, p. 228.

13 Schilder 2008, p. 178.

14 OECD 2007, p. 3. Dit neemt niet weg dat art. 18 lid 5 IORP-Richtlijn lidstaten de ruimte geeft om nadere kwantitatieve voorschriften vast te stellen, "mits deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn".

zich veeleer op het gedrag van de betrokken persoon. In tegenstelling tot de kwantitatieve benadering is het beleggingsproces bepalend voor de vraag of er sprake is van prudentie en niet de uitkomst van individuele beleggingskeuzes.¹⁵ Het gaat hierbij om het gedrag van de pensioenuitvoerder en het proces van besluitvorming. De focus is niet gericht op de naleving van externe regels, maar eerder op interne controlemechanismen en de governance van pensioenfondsen, oftewel de bedrijfsvoering.¹⁶ Bij een prudent person-georiënteerd pensioenstelsel is sprake van *principle-based* wet- en regelgeving. Hierbij wordt getracht bepaald gedrag te bevorderen aan de hand van relevante beginselen in plaats van strikte regels.¹⁷

2.1.3 Afweging tussen kwantitatieve beleggingsrestricties en de prudent person-regel

Zowel de prudent person-benadering als de kwantitatief restrictieve benadering van het beleggingsbeleid heeft voor- en nadelen. Het voordeel van de prudent person-benadering is dat een pensioenfondsbestuur ruime beschikkingsvrijheid heeft om het pensioenvermogen te beleggen in het licht van de specifieke behoeften van de pensioenregeling of pensioenverplichtingen.¹⁸ Bij algemene kwantitatieve beleggingsrestricties bestaat daarentegen weinig tot geen ruimte voor differentiatie tussen de portfolio's van pensioenfondsen.¹⁹ De portfoliodiversificatie die door kwantitatieve beleggingsrestricties wordt afgedwongen, kan moeilijk worden toegespitst op de subjectieve omstandigheden van een specifiek pensioenfonds. Dit kan leiden tot suboptimale

15 Davis 2002, p. 169.

16 Ibid.

17 Schilder 2008, p. 178.

18 OECD guidelines 2005, p. 9.

19 Maatman 2004, p. 230.

vermogensallocatie.²⁰ Juist vanwege het sterk heterogene karakter van de pensioensector is ruimte voor differentiatie derhalve relevant.²¹

Een prudent person-georiënteerd pensioenstelsel stelt andere eisen aan het toezicht dan een kwantitatief georiënteerd pensioenstelsel. Het gebruik van de prudent person-regel om het beleggingsbeleid en de gerelateerde risico's te monitoren is namelijk moeilijker dan het toetsen van de toepassing van kwantitatieve beleggingsregels. De prudent person-regel is immers kwalitatief van karakter en daardoor subjectief van aard. De toepassing van de prudent person-regel blijkt meer uit het gedrag van het pensioenfonds en het beleggingsproces dan uit de directe resultaten van het beleggingsbeleid.²² Door haar open karakter kan de prudent person-regel verschillend worden toegepast. Het nadeel van deze flexibiliteit is dat het moeilijker is voor de toezichthouder om vast te stellen wanneer de prudent person-regel is overtreden. Bij kwantitatieve beleggingsrestricties is het eenvoudiger om het beleid te toetsen.

2.2 De prudent person-regel in onze huidige pensioenwetgeving

In het hiernavolgende wordt een omschrijving gegeven van de prudent person-regel zoals deze is verankerd in art. 135 PW en art. 13 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Bftk) (§2.2.1). Daarna wordt beargumenteerd waarom de prudent person-regel een grotere reikwijdte heeft dan deze twee artikelen (§2.2.2). Vervolgens wordt een omschrijving gegeven van art. 143 lid 2 sub c PW (§2.2.3).

20 Ibid.

21 Commissie Frijns 2010, p. 3; Maatman 2004, p. 230.

22 OECD 2007, p. 8.

2.2.1 Art. 135 PW en art. 13 Bftk

In het huidige Nederlandse recht heeft de prudent person-regel een plek gekregen in art. 135 lid 1 PW:

"Een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent-person regel [...]."

Deze verwijzing naar de prudent person-regel suggereert dat er een duidelijk geformuleerde regel bestaat die aangeeft hoe een pensioenfonds als prudent person dient te beleggen. Dit is echter niet het geval. Wel blijkt uit de memorie van toelichting dat de wetgever vindt dat de prudent person-regel het best benaderd kan worden vanuit de uitgangspunten die los van de regel zijn geformuleerd.²³ Zo verplicht art. 135 lid 1 PW pensioenfondsen om een beleggingsbeleid te voeren dat "met name gebaseerd is op de volgende uitgangspunten":

- de waarden moeten worden belegd in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden (sub a);
- beleggingen in de bijdragende onderneming blijven beperkt tot maximaal 5% van de portefeuille als geheel. Indien de bijdragende onderneming tot een groep behoort, geldt voor de beleggingen in de andere ondernemingen van die groep een grens van maximaal 10% van de portefeuille als geheel (sub b);
- de beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering (sub c).

Op grond van art. 135 lid 2 PW heeft de overheid in lagere regelgeving nadere regels gesteld om 'het prudente beleggingsbeleid' te waarborgen. Art. 13 Bftk behelst een vijftal eisen ten

²³ Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 258.

aanzien van beleggingen die de overige uitgangspunten vormen. Pensioenfondsen moeten:

- de waarden zodanig beleggen dat de veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd (lid 1);
- de waarden die dienen ter dekking van de technische voorzieningen beleggen op een wijze die strookt met de aarde en duur van verwachte toekomstige pensioenuitkeringen (lid 2);
- de waarden hoofdzakelijk op gereguleerde markten beleggen en anders tot een prudent niveau beperken (lid 3);
- slechts beleggen in derivaten voor zover deze bijdragen aan risicovermindering of doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken (lid 4);
- de waarden naar behoren diversifiëren, zodat bovenmatige afhankelijkheid van bepaalde waarden en risicoaccumulatie (risicoconcentratie) in de portefeuille als geheel worden vermeden (lid 5).

Zoals uit de geciteerde eerste zin van art. 135 lid 1 PW blijkt, worden niet de verscheidene beleggingen afzonderlijk op hun merites beoordeeld, maar moet het beleggings*beleid* aan de prudent person-regel voldoen. De beleggingen worden beoordeeld binnen het kader van de portefeuille als geheel. Zoals de wetgever benadrukt: "De prudent person-regel richt zich op het totaal. Daarbinnen is het dus heel goed mogelijk dat individuele beleggingen een hoger risico meebrengen." ²⁴

24 Ibid, p. 259.

2.2.2 Ruimere uitleg van de prudent person regel

In §2.2.1 is een 'beperkte' benadering van de prudent person-regel omschreven, waarbij de regel louter wordt ingevuld door middel van de uitgangspunten die in art. 135 PW zelf en in art. 13 Besluit FTK staan vermeld. Het gaat hier dus om een set van – op één na – kwalitatieve uitgangspunten op basis waarvan een pensioenfonds zijn beleggingsbeleid vormgeeft. Een pensioenfonds moet aan de hand van deze uitgangspunten een beleggingsbeleid voeren dat rekening houdt met de verplichtingen die het pensioenfonds heeft en met de deelnemersstructuur van het pensioenfonds.

Er is echter geen duidelijke reden om aan te nemen dat de prudent person-regel slechts op deze enge wijze geïnterpreteerd dient te worden. De regel is, zoals in §2.1 al naar voren is gekomen, veelomvattender dan slechts een set overwegend kwalitatieve uitgangspunten ten aanzien van beleggingsbeleid.

De term prudent person-regel is in zekere zin misleidend aangezien het eigenlijk geen *regel* betreft. De prudent person-regel is een *principe* waarop de regulering van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is georiënteerd. Het principle-based karakter van de prudent person-regel, zoals beschreven in §2.1.2, heeft tot gevolg dat deze niet alleen leidend is voor het beleggingsbeleid zelf, maar ook van invloed is op de invulling van allerlei andere aspecten die gerelateerd zijn aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Het gaat bij deze benaderingswijze immers niet om individuele beleggingsbeslissingen, maar om het gehele beleggingsproces. De prudent person-regel gaat niet alleen over de samenstelling van de fondsportefeuille in relatie tot de verplichtingen van het fonds en de deelnemersstructuur, maar ook over de beleggings- en risicobeheerprocedures en de inrichting van de organisatie van pensioenfondsen. De prudent

person-regel is daarmee een principe dat bepalend is voor de inrichting van een aanvullend pensioenstelsel op het gebied van beleggingsbeleid, risicobeheer en governance.

De prudent person-regel moet daarom worden gezien als een overkoepelend begrip waar meerdere bepalingen uit de Pensioenwet en lagere regelgeving die in relatie staan tot het beleggingsbeleid, onder geschaard dienen te worden. Deze voorschriften dienen ertoe te waarborgen dat de beleggingsvrijheid die inherent is aan de prudent person-regel,²⁵ op deskundige en verantwoorde wijze wordt ingevuld.²⁶

Daarbij kan mijns inziens onderscheid worden gemaakt tussen drie pijlers.

Allereerst is er de 'investeringspijler', waarbij de prudent person-regel fungeert als richtlijn voor de beleggingskeuzes van pensioenfondsen. In deze pijler zijn art. 135 PW en art. 13 Bftk relevant. Ten tweede is er de 'risicobeheerpijler', waarin art. 143 PW (beheerste en integere bedrijfsvoering) en art. 18 tot en met 22 Bftk van belang zijn. Tot slot is er de 'organisatorische pijler', waarbij de organisatorisch aspecten van de prudent person-regel belicht worden.²⁷ Bepalingen die binnen deze pijler relevant zijn, zijn art. 105 lid 3 PW (deskundigheid van pensioenfondsbestuurders), art. 33 (waarborging goed bestuur) en art. 34 PW (uitbesteding). De governance van pensioenfondsen is derhalve een belangrijk aspect binnen deze pijler.

De risicobeheerpijler speelt een onmisbare rol voor zowel de investeringspijler als de organisatorische pijler. Zo hebben art. 143 lid 2 sub c PW jo. art. 21 Bftk betrekking op de soliditeit van het pensioenfonds en dan met name het beheer van financiële

25 Art. 18 lid 5 IORP-Richtlijn biedt mogelijkheid om deze vrijheid te beperken.

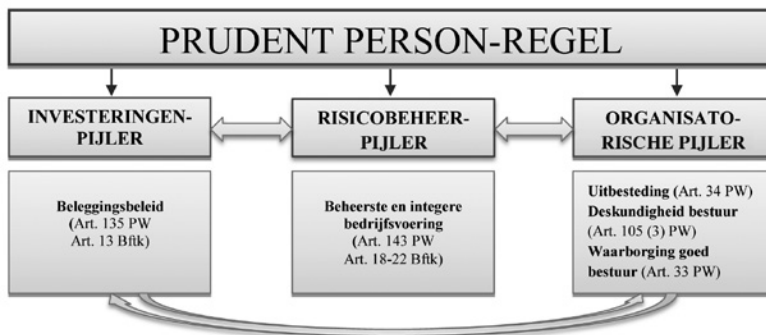
26 Vgl. Maatman 2004, p. 252.

27 Actuarieel Genootschap 2010, p. 8.

en niet-financiële risico's. Dit aspect van beheerste en integere bedrijfsvoering is van rechtstreekse invloed op de invulling van het portefeuillebeheer. De continuïteitsanalyse ex art. 143 lid 2 sub d jo. art. 22 Bftk PW kan tevens van invloed zijn op het beleggingsbeleid.

Op grond van de overige bepalingen omtrent beheerste en integere bedrijfsvoering (art. 143 lid 2 sub a en b PW en lagere regelgeving) zijn pensioenfondsen verplicht om hun organisatie dusdanig in te richten dat een beheerste en integere bedrijfsvoering is gewaarborgd. Risicobeheer ex art. 143 PW heeft derhalve tevens betrekking op de organisatorische inkadering van het beleggingsbeleid.²⁸ Centraal staan thema's als beheersing van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's,²⁹ integriteitsbeleid en belangenverstrengeling.³⁰

Schematisch weergegeven ziet deze invulling van de prudent person regel er als volgt uit:



Figuur 1: De betekenis en reikwijdte van de prudent person-regel.

28 Vgl. Actuarieel Genootschap 2010, p. 10.

29 Art. 143 lid 2 sub a PW juncto art. 18 Bftk.

30 Art. 143 lid 2 sub b PW juncto art. 19 en 20 Bftk.

Zoals uit de schematische weergave blijkt, betekent de onderverdeling niet dat er sprake is van een strikte scheiding tussen de drie pijlers. De pijlers vormen een dynamisch geheel. Denk bijvoorbeeld aan het gegeven dat het merendeel van de pensioenfondsen het vermogensbeheer uitbesteedt,³¹ waardoor het door een pensioenfonds vastgelegde beleggingsbeleid en risicobeheer door een of meerdere derde partijen wordt uitgevoerd. De artikelen worden in de praktijk – begrijpelijkerwijs – dan ook veelal in samenhang met elkaar gelezen. In veel zaken waar DNB zich over buigt staan bijvoorbeeld de bepalingen in art. 135 PW, art. 143 PW en art. 34 PW centraal. Een bekend voorbeeld hiervan is de *PME*-zaak.³² Zie hierover §3.2.

2.2.3 Art. 143 lid 2 sub c PW

Zoals is gebleken in §2.2.2 staat de investeringenpijler van de prudent person-regel in verband met de risicobeheerpijler. Risicobeheer is van relevante invloed op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Derhalve volgt hieronder een nadere beschrijving van dit aspect van risicobeheer.

Art. 143 lid 2 sub c PW vormt de wettelijke grondslag voor nadere regelgeving omtrent de soliditeit van pensioenfondsen, waaronder wordt verstaan het beheersen van (niet-)financiële risico's.³³ Art. 21 Bftk verplicht pensioenfondsen om een beleid te voeren dat gericht is op het duurzaam beheersen van (niet-)

31 Zie Mouwes & Hermanides 2011 voor een schematische weergave van het vermogensbeheer en fiduciair beheer van pensioenvermogen en de bedragen die daarmee gemoeid zijn.

32 Rb. Rotterdam 4 augustus 2011, *LJN* BR4189 (*PME*).

33 Denk bij financiële risico's o.m. aan kredietrisico, liquiditeitsrisico en verzekeringsrisico en bij niet-financiële risico's aan juridische risico's, zoals het risico dat een onderpand niet afdwingbaar is door het tekortschieten van de juridische vormgeving. *Kamerstukken II 2005/06*, 30 413, nr. 3, p. 265. Zie over de juridische risico's bijv. Wielens 2006.

financiële risico's. Een pensioenfonds moet dus een beleid voor risicobeheer opstellen.³⁴ Verder dan deze summiere uitleg gaat de wetgever niet. Dit is een duidelijk voorbeeld van principle-based wet- en regelgeving.

In 2007 heeft DNB met haar *Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen*³⁵ getracht openheid te geven over de wijze waarop zij haar toezicht op risicobeheer van alternatieve investeringen vormgeeft. Dit deed DNB door acht uitgangspunten te formuleren. Deze uitgangspunten kunnen pensioenfondsen helpen om hun risicobeheer van alternatieve beleggingen adequaat in te vullen.³⁶

Dat de toepassing van principle-based wet- en regelgeving moeilijk kan zijn, bleek uit een beleggingsonderzoek dat DNB in 2009 verrichtte. Een van de conclusies luidde dat de risicobeheersing bij pensioenfondsen op cruciale punten tekortschoot.³⁷ Begin 2010 verscheen het rapport *Pensioen: "Onzekere zekerheid"* van de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (Commissie Frijns). De bevindingen van de Commissie Frijns komen voor een groot deel overeen met de bevindingen in het DNB beleggingsonderzoek 2009. De Commissie Frijns deed een reeks aanbevelingen. Zo zouden pensioenfondsen meer aandacht aan risicobeheer moeten besteden en per fonds een strategisch risicokader moeten vaststellen, waarin het fonds duidelijke keuzes maakt over de risico's die het kan en wil lopen.³⁸ In het strategisch risicokader wordt de gekozen balans vastgelegd tussen rendement en risico. Dit risicokader dient te zijn toegespitst op de preferenties van de

34 *Kamerstukken II* 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 265.

35 *Stcrt.* 2007, 148.

36 *Ibid*, p. 5.

37 DNB 2010b, p. 7.

38 Commissie Frijns 2010, p. 27-29.

belanghebbenden en de kenmerken van de pensioenregeling.³⁹ Verder werd onderstreept dat het strategisch risicokader en het beleggingsbeleid in samenhang met elkaar moeten worden vastgesteld.⁴⁰ De Commissie Frijns heeft destijds de pensioensector opgeroepen om pro-actief met de aanbevelingen om te gaan en pleitte hierbij in de eerste plaats voor zelfregulering ('*best practices*').⁴¹ In 2010 hebben de drie pensioenkoepels initiatief getoond door de *Aanbevelingen beleggingsbeleid* op te stellen, waarin naast het beleggingsbeleid een prominente rol is weggelegd voor het risicobeheer.⁴²

Hoewel sommige pensioenfondsen sinds het beleggingsonderzoek van DNB in 2009 substantiële verbeteringen hebben doorgevoerd, is de kwaliteit van het beleggingsbeleid en risicobeheer sectorbreed nog niet op het gewenste niveau, aldus DNB.⁴³ Het blijft noodzakelijk om verdere verbeteringen te realiseren.⁴⁴ Met het oog op het nieuwe pensioencontract en de verschuiving van risico's naar belanghebbenden komt eens te meer nadruk te liggen op het belang van gedegen risicobeheer.

39 Ibid, p. 28.

40 Ibid, p. 35.

41 Ibid, p. 5; DNB 2011a, p. 1.

42 Pensioenkoepels 2010.

43 DNB 2011a, p. 1.

44 Ibid.

3. Het huidige DNB toezichtkader en de prudent person-regel

Pensioenfondsen staan onder drie soorten toezicht, te weten gedragstoezicht door de AFM,⁴⁵ en prudentieel toezicht en materieel toezicht door DNB.⁴⁶ Prudentieel toezicht is gericht op:

- a) de normen die betrekking hebben op de financiële soliditeit van pensioenfondsen
- b) het bijdragen aan de financiële stabiliteit van de sector van pensioenfondsen.⁴⁷

In deze paper is de focus gericht op het prudentieel toezicht, aangezien het toezicht op de naleving van de investeringenpijler en risicobeheerpijler van de prudent person-regel hieronder valt. In het hiernavolgende wordt ingegaan op de wijze waarop DNB het prudentiële toezicht aanpakt. Allereerst wordt nader ingegaan op het principle-based karakter van het toezicht (§3.1). DNB hanteert daarbij voornamelijk een risicogebaseerde aanpak (§3.1.1). Vervolgens wordt ingegaan op de ABTN en de staten (§3.1.2). Daarna komt aan bod wanneer DNB in de praktijk overgaat tot handhaving (§3.2).

3.1 Principle-based toezicht

Het toezicht door DNB is in het afgelopen decennium verschoven van rule-based naar principle-based toezicht.⁴⁸ Kenmerkend voor principle-based toezicht is de aanwezigheid van veel open

45 Art. 151 lid 1 PW. Gedragstoezicht is gericht op het gedrag van de pensioenuitvoerder jegens de belanghebbenden van het pensioenfonds wat betreft o.m. informatieverplichtingen (art. 151 lid 2 PW).

46 Art. 151 lid 3 PW. Het materieel toezicht omvat het toezicht dat gericht is op alle normen die niet onderhevig zijn aan gedragstoezicht of prudentieel toezicht (art. 151 lid 5 PW).

47 Art. 151 lid 4 PW.

48 DNB 2010, p. 12.

normen.⁴⁹ In de uitvoering van het toezicht moet DNB toezien op de naleving van deze open normen, zonder dat DNB daarbij kan terugvallen op een vast toetsingskader.⁵⁰ Ook wat betreft de pensioenwetgeving is gekozen voor een duidelijke principle-based benadering van het toezicht op de prudent person-regel, wat inhoudt dat pensioenfondsen zelf invulling aan de regel moeten geven en hiervoor verantwoordelijk zijn.⁵¹ DNB houdt zich bij de invulling zoveel mogelijk afzijdig; zij wil en mag niet op de stoel van het pensioenfondsbestuur zitten. Bovendien is naleving van de voorschriften in de Pensioenwet allereerst een verantwoordelijkheid van het pensioenfonds zelf, zoals ook de wetgever benadrukt.⁵²

DNB toetst en beoordeelt het beleggingsbeleid en risicobeheer dus pas achteraf. Dit is het zogenaamde *ex post* toezicht.⁵³ Enige nuancering is hier overigens op haar plaats. Hoewel het toezicht feitelijk *ex post* plaatsvindt, kan het toch *ex ante* karaktertrekken vertonen. Zo kan DNB ingrijpen in het huidige beleggingsbeleid van een pensioenfonds op basis van een vooruitziende blik in relatie tot risico's die zich wellicht in de toekomst kunnen realiseren. In de praktijk wordt hierdoor ook wel gerefereerd aan de 'glijdende schaal' tussen *ex post* en *ex ante* toezicht. De Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken-zaak (§3.2) is hiervan een voorbeeld.

49 MinFin 2011, p. 8.

50 Ibid, p. 8. De harde solvabiliteitseisen in het huidige FTK vormen hierop overigens een duidelijke uitzondering.

51 DNB 2007, p. 2.

52 *Kamerstukken II* 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 126.

53 Zie bijv. NPN 2006.

3.1.1 *Risicogebaseerd toezicht*

Om de effectiviteit van het prudentieel toezicht te optimaliseren hanteert DNB een risicogebaseerde aanpak.⁵⁴ De toezichtsinspanning concentreert zich in beginsel op instellingen waar de kans op problemen het grootst is en de impact mogelijk het grootst zal zijn.⁵⁵ De risicoanalyse vindt plaats aan de hand van de Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode (FIRM). Op basis van FIRM stelt DNB voor financiële instellingen een profiel (FIRM-score) vast op grond waarvan DNB vervolgens haar toezichtsprioriteiten bepaalt.⁵⁶ Uit een gesprek met professor Sleijpen⁵⁷ blijkt dat binnen de pensioensector alleen bij de grote pensioenfondsen per instelling een risico-analyse wordt gemaakt. De overige pensioenfondsen – de 'bulk' van de pensioenfondsen – worden veelal steekproefsgewijs onderworpen aan themaonderzoeken. DNB kiest dan een onderzoeksveld waarbij zij de verwachting heeft dat daar potentieel grote risico's voorkomen. De bevindingen van de themaonderzoeken worden teruggekoppeld aan de hele sector en kunnen aanleiding geven tot ingrijpen bij een pensioenfonds.

Daarnaast zijn pensioenfondsen onderworpen aan lopend toezicht en moeten zij periodiek rapporteren over hun financiële kerngegevens. Bovendien kan DNB een onderzoek op locatie verrichten bij een pensioenfonds of daarmee een beleidsgesprek voeren.⁵⁸

Twee instrumenten spelen een belangrijke rol bij het toezicht door DNB: de staten en de actuariële en bedrijfstechnische nota

54 DNB 2005, p. 1.

55 DNB 2007, p. 3.

56 DNB 2006, p. 14.

57 Prof. dr. O.C.H.M. Sleijpen is sinds 1 januari 2011 divisiedirecteur Toezicht pensioenfondsen en beleggingsondernemingen bij DNB.

58 DNB 2006, p. 14.

(hierna: ABTN). Als DNB wil nagaan waar de risico's zitten in het beleggingsbeleid en risicobeheer, dan kan ze een beroep doen op deze documenten.

3.1.2 Staten en ABTN

DNB kan toezicht uitoefenen omdat er op pensioenfondsen verscheidene verplichtingen rusten om DNB te informeren over feiten en omstandigheden omtrent het pensioenfonds. Met name van belang zijn de verplichtingen om aan DNB een ABTN toe te sturen en periodiek staten te verstrekken.

Staten

Pensioenfondsen moeten periodiek rapporteren over hun financiële kerngegevens krachtens art. 147 PW, dat bepaalt dat pensioenfondsen elektronische rapportageformulieren ('staten') aan DNB moeten verstrekken. Staten kunnen worden onderverdeeld in kwartaalstaten en jaarstaten.⁵⁹ Staten vormen een essentieel hulpmiddel bij het toezicht.

Op grond van art. 147 lid 3 sub h PW omvatten de staten onder meer actuariële staten, gewaarmerkt door een bevoegd actuaaris. Een actuariel verslag voorzien van een verklaring van een actuaaris maakt hiervan onderdeel uit. Krachtens lid 4 van het artikel bevestigt de actuaaris in zijn verklaring dat voldaan is aan de artikelen 126 tot en met 140 PW. Zijn verklaring betreft derhalve wel het beleggingsbeleid ex art. 135 PW, maar niet het risicobeheer ex art. 143 PW. Op grond van de staten kan DNB in beginsel

59 DNB 2010a.

besluiten om bepaalde toezichtsbevoegdheden⁶⁰ of handhavingsinstrumenten⁶¹ in te zetten.

ABTN

Een belangrijke verplichting voor het vervullen van de toezichtstaak is de verplichting voor pensioenfondsen een ABTN vast te stellen krachtens art. 145 PW. DNB beschrijft de ABTN als "een integrale informatiebron bij de uitoefening van het toezicht."⁶² De ABTN heeft "de hoedanigheid van een bedrijfsplan dat het geheel functioneren inzichtelijk maakt."⁶³ De ABTN vormt dan ook een kerndocument voor het toezicht,⁶⁴ waarin een pensioenfonds een omschrijving geeft van de wijze waarop uitvoering wordt gegeven aan de bepalingen bij of krachtens de Pensioenwet omtrent onder meer het financieel toetsingskader, de beheerste en integere bedrijfsvoering⁶⁵ en het financieel crisisplan.⁶⁶ Daarnaast moet in de ABTN onder meer een verklaring inzake beleggingsbeginselen worden opgenomen. De opstelling van een verklaring inzake beleggingsbeginselen is een verplichting op grond van art. 12 IORP-Richtlijn. Hierin moeten in ieder geval onderwerpen worden opgenomen als de risicobeheerspro-

60 Bijv. art. 5:16 en 5:17 Awb (bevoegdheid voor DNB-medewerkers om resp. inlichtingen en inzage in zakelijke gegevens en bescheiden te vorderen); art. 168 lid 1 PW (bevoegdheid voor DNB als bestuursorgaan om inlichtingen te vorderen).

61 Niet-wettelijke handhavingsinstrumenten: normoverdragend gesprek, waarschuwingsbrief. Wettelijke handhavingsinstrumenten: bijv. art. 171 PW (aanwijzingsbevoegdheid); art. 175 PW (last onder dwangsom); art. 176 PW (bestuurlijke boete).

62 DNB 2007a.

63 DNB 2007a.

64 Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 3, p. 265.

65 Respectievelijk art. 25, 95, 126-137 en 143 PW.

66 Op uiterlijk 1 mei 2012 dienen pensioenfondsen een financieel crisisplan in hun ABTN te hebben opgenomen (Beleidsregel financieel crisisplan pensioenfondsen, *Stcrt.* 2011, 22350).

cedures, toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's, en de strategische allocatie van activa in het licht van de aard en looptijd van de pensioenverplichtingen.⁶⁷

Op grond van art. 145 lid 2 PW zijn in lagere regelgeving nadere regels gesteld met betrekking tot de inhoud van de ABTN. Zo bepaalt art. 24 Bftk welke onderdelen in ieder geval in de ABTN moeten worden beschreven. Een van de onderdelen moet betrekking hebben op de financiële opzet van het pensioenfonds.⁶⁸

Krachtens art. 25 lid 1 sub c Bftk moet de beschrijving van de financiële opzet mede gaan over de wijze waarop het pensioenfonds voldoet aan de vereisten die gelden voor het beleggingsbeleid zoals in art. 135 PW. Een verdere uitleg in art. 27 Bftk laat weten uit welke onderdelen deze beschrijving dient te bestaan:

- het strategisch beleggingsbeleid.⁶⁹ Dit behelst de beleggingsdoelstelling, alsmede een verantwoording voor de keuze van een bepaalde beleggingsmix op de middellange en lange termijn en het tactisch beleggingsbeleid. Het tactisch beleggingsbeleid geeft aan onder welke omstandigheden en in welke mate kan worden afgeweken van de strategische beleggingsmix. Hierbij valt te denken aan tijdelijke gunstige ontwikkelingen op een bepaalde markt, waardoor het aantrekkelijk wordt om tijdelijk meer in die markt te investeren.⁷⁰
- de opzet van de uitvoering van vermogensbeheersactiviteiten.⁷¹
- de wijze van risicometing en risicobeheersing, met name marktrisico's en kredietrisico's.⁷² Dit vereiste is te beschouwen als een indirecte terugkoppeling naar art. 143 lid 2 sub c PW dat

67 Art. 12 IORP-Richtlijn.

68 Art. 24 sub f Bftk.

69 Art. 27 sub a Bftk.

70 Nota van toelichting bij art. 27 Bftk.

71 Art. 27 sub b Bftk.

72 Art. 27 sub c Bftk.

betrekking heeft op het risicobeheer. Tevens kan dit vereiste worden geïnterpreteerd als betrekking hebbende op de verklaring inzake beleggingsbeginselen.

Procedurele aspecten van de ABTN

De Pensioenwet onderscheidt twee momenten waarop een pensioenfonds een ABTN aan DNB moet toezenden. Het eerste moment is binnen drie maanden na de oprichting van het pensioenfonds, gelijktijdig met de melding van oprichting.⁷³ Het andere moment is binnen twee weken nadat er een wijziging in de ABTN is doorgevoerd, bijvoorbeeld na een verandering in het beleggingsbeleid.⁷⁴ De verklaring inzake beleggingsbeginselen moet om de drie jaar worden herzien.⁷⁵

De ABTN is niet onderhevig aan ex ante toezicht in de vorm van voorafgaande goedkeuring van de ABTN door DNB. Wel bepaalt art. 29 Bftk dat DNB aan de hand van de ABTN een oordeel vormt of het pensioenfonds aan de voorschriften van de Pensioenwet (waaronder art. 135 PW) voldoet. In theorie kan DNB derhalve wel in een vroeg stadium ingrijpen, maar dit valt dan feitelijk niet onder ex ante toezicht. Beargumenteerd kan echter worden dat dit toezicht qua perspectief ex ante georiënteerd is. Het vindt immers plaats in een vroeg stadium en wordt ingegeven door een vooruitziende – in plaats van terugkijkende – blik.

Als DNB van mening is dat een pensioenfonds niet voldoet aan de voorschriften van de Pensioenwet, geeft DNB dit door aan het pensioenfondsbestuur met het verzoek een en ander aan

73 Art. 102 lid 2 sub d PW.

74 Art. 103 sub d en de slotzin PW. Krachtens art. 145 lid 4 PW moet dan ook de verklaring inzake beleggingsbeginselen onverwijld worden herzien.

75 Art. 145 lid 4 PW.

te passen.⁷⁶ Indien het pensioenfonds niet voldoende gegevens levert voor een goede oordeelsvorming door DNB, “kan DNB op grond van dit artikel er bij het fonds op aandringen de verlangde gegevens alsnog aan te leveren.”⁷⁷ Dit kan overigens ook op grond van de toezichtsbevoegdheden ex art. 168 lid 1 PW en art. 5:16 en 5:17 Awb. Het valt buiten de reikwijdte van deze paper om verder op deze bevoegdheden in te gaan.⁷⁸

3.2 Wanneer gaat DNB in de praktijk over op handhaving?

De principle-based benadering van toezicht heeft tot gevolg dat DNB een grote mate van bewegingsruimte en flexibiliteit toekomt in de invulling en uitvoering van haar toezicht. Daarom vereist handhaving van een open norm als de prudent person-regel dat DNB – wanneer er volgens haar sprake is van een overtreding – dit goed gemotiveerd aantoont.⁷⁹ Soms leidt het open karakter van de prudent person-regel tot conflicten tussen DNB en pensioenfondsen omtrent de interpretatie van de regel.⁸⁰ Twee recente voorbeelden hiervan (uit 2011) zijn de *Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken*-zaak⁸¹ en de *PME*-zaak.⁸²

76 DNB 2007a. De auteur van deze paper zal in het kader van haar proefschrift in een later stadium interviews houden onder pensioenfondsen aan de hand waarvan deze materie mede vanuit het perspectief van pensioenfondsen zal kunnen worden belicht.

77 Nota van toelichting bij art. 29 Bftk.

78 Zie voor meer informatie over de bestuursrechtelijke aspecten van handhaving o.m. Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2008, p. 461 e.v.

79 *Stcrt.* 2008, nr. 132, p. 2.

80 MinFin 2011, p. 8.

81 Rb. Rotterdam (vzr.) 8 februari 2011, *LJN* BP3625 (*Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken*).

82 Rb. Rotterdam 4 augustus 2011, *LJN* BR4189 (*PME*).

Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken-zaak

Begin 2011 gaf DNB het Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken de aanwijzing om zijn grondstoffenportefeuille (goud) blijvend af te bouwen van 13 procent naar een omvang van 1–3 procent. Het pensioenfonds spande een kort geding aan om de gedwongen verkoop van het goud te voorkomen. De voorzieningenrechter oordeelde echter dat DNB terecht tot het oordeel was gekomen dat er sprake was van een concentratierisico als bedoeld in art. 13 lid 5 Bftk.⁸³ Een belegging van 13 procent van het vermogen in grondstoffen die bovendien beperkt was tot één grondstof, leverde volgens DNB een bovenmatige afhankelijkheid van de waardeontwikkeling van die grondstof op. DNB verwees hierbij naar de Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) waarin het aandeel goud circa 3 procent is.⁸⁴ DNB wees er verder in dat verband op "dat pensioenfondsen gemiddeld 2,7% beleggen in de categorie grondstoffen."⁸⁵ Het pensioenfonds heeft toen in navolging van de uitspraak zijn goudportefeuille afgebouwd. Maar hier liet het fonds het niet bij. Na een ongegrondverklaring door DNB van zijn bezwaar tegen het besluit, heeft het beroep ingesteld. De rechter heeft recent tussenuitspraak gedaan:

"DNB moet als toezichthouder per pensioenfonds maatwerk verrichten. Dat geen ander pensioenfonds op dezelfde wijze in goud heeft belegd, acht de rechtbank een onvoldoende motivering dat niet aan artikel 135 van de Pw wordt voldaan. Ook de vaststelling dat het fonds met de belegging in goud afwijkt van de GSCI is onvoldoende gemotiveerd. [...] Onduidelijk blijft derhalve op welke wijze DNB – op maat – invulling heeft

83 Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken-zaak, r.o. 2.9.

84 Rb. Rotterdam, 24 november 2011, LJN BU6966, r.o. 2.5 en 2.7.2.

85 Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken-zaak, r.o. 2.7.

gegeven aan de normen en of deze voor het fonds voldoende kenbaar zijn geweest."⁸⁶

De rechter heeft DNB gelegenheid geboden om het motiveringsgebrek te herstellen. Terecht heeft de rechter geoordeeld dat DNB haar besluit onvoldoende heeft gemotiveerd. Het bestreden besluit berust immers op kwantitatieve maatstaven, waardoor de indruk kan ontstaan dat kudgedrag beter wordt gewaardeerd dan het voeren van een *eigen* beleggingsbeleid. Hoewel bij de beoordeling van de toepassing van de prudent person-regel ook gekeken dient te worden naar het beleid van vergelijkbare pensioenfondsen in vergelijkbare omstandigheden, neemt dit niet weg dat pensioenfondsen de vrijheid moeten hebben om een eigen beleggingsbeleid te voeren (mits dit uiteraard voldoet aan de uitgangspunten van de prudent person-regel). Het ongemotiveerde gebruik van kwantitatieve maatstaven belemmert deze vrijheid.

Pensioenfondsen van de Metalektro-zaak

Naar aanleiding van een themaonderzoek naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen heeft DNB onderzoek gedaan bij PME. DNB kwam hierbij tot de conclusie dat er sprake was van een inadequaat beheersingskader en een zorgwekkende balans, waardoor sprake was van overtreding van art. 34, 132, 135 en 143 PW. DNB heeft PME eind 2009 een aanwijzing gegeven. Deze hield in dat PME voor 18 januari 2010 een plan van aanpak bij DNB moest indienen. Hierin moest PME aangeven hoe het blijvend zijn bedrijfsvoering, inclusief risico's die gepaard gaan met beleggingen en uitbesteding, zou beheersen. Hierdoor werd PME

86 Rb. Rotterdam, 24 november 2011, LJV BU6966, r.o. 2.7.5.

verplicht de risico's van nieuwe "exposures" te beheersen voordat deze zouden worden aangegaan. Dit plan moest voor 14 mei 2010 worden uitgevoerd.⁸⁷

PME stelt zich in deze zaak op het punt dat er helemaal geen sprake was van overtreding van de bovengenoemde artikelen, zodat DNB nooit van haar aanwijzingsbevoegdheid gebruik had mogen maken. De rechter stelde DNB in het gelijk. Daarbij werd overwogen dat:

- bij de beoordeling of beleggingsbeleid in overeenstemming is met de prudent person-regel de portefeuilleteoets (art. 13 lid 1 Bftk) en het diversificatievereiste (art. 13 lid 5 Bftk) als uitgangspunten gelden. Deze brengen met zich "dat ook de concrete onderdelen van de portefeuille moeten worden beoordeeld. Die onderdelen bepalen immers tezamen het totale resultaat van de beleggingsportefeuille."⁸⁸ DNB had vastgesteld dat PME art. 135 PW niet had nageleefd. De balans van PME werd namelijk gekenmerkt door een groot aantal complexe beleggingen met een hoge risicoblootstelling. Onder meer de liquiditeit van de portefeuille was niet gewaarborgd.
- PME niet beschikte over een afdoende procedure en voldoende deskundigheid om de werkzaamheden van MnServices, aan wie PME zijn vermogensbeheer heeft uitbesteed, te kunnen beoordelen. PME kon de risico's van haar beleggingsportefeuille niet goed bepalen.⁸⁹ DNB had vastgesteld dat PME noch MnServices een betrouwbaar waarderingsmodel had om de complexe beleggingen gedurende de looptijd te kunnen waarderen. Bovendien was PME lange tijd niet goed op de hoogte van de 'exorbitant' hoge vermogensbeheerskosten.

87 *PME-zaak*, zie 'Ontstaan en loop van de procedure'.

88 *PME-zaak*, r.o. 2.3.

89 *Ibid*, r.o. 2.4.

Volgens PME blijft met deze uitspraak “onduidelijkheid bestaan over de mate waarin er door de toezichthouder op het niveau van afzonderlijke beleggingscategorieën aanwijzingen mogen worden gegeven.”⁹⁰ Daarom heeft PME besloten in hoger beroep te gaan bij het CBb. De verwachte datum van uitspraak is nog niet bekend.

Terecht heeft de rechter in dit geval de aanwijzing door DNB als rechtvaardig geoordeeld, omdat concrete onderdelen een gevaar vormden voor de portefeuille als geheel. Het alternatief zou zijn dat de aanwijzing gericht moet zijn op de gehele portefeuille, waarvoor dan een bepaalde gedragslijn moet worden gevolgd. Dit heeft echter weinig zin als de rest van de portefeuille in beginsel wel in overeenstemming is met de prudent person-regel. Het is dan duidelijker om de aanwijzing te richten op het niveau van de afzonderlijke beleggingscategorieën.⁹¹ Het is wenselijk dat de rechter uitsluitend geeft hoe concreet een dergelijke aanwijzing op het niveau van afzonderlijke beleggingscategorieën mag zijn.

90 Zie www.metalektropensioen.nl.

91 Uit deze uitspraak blijkt overigens hoe nauw de bepalingen in art. 135 PW, art. 143 PW en vaak ook art. 34 PW met elkaar verbonden zijn. Zie §2.2.2. Volgens DNB doet zich zelden een situatie voor waarbij één van de artikelen afzonderlijk ter discussie staat.

4. Het toekomstige DNB toezichtkader en de prudent person-regel

In het nieuwe pensioenakkoord hebben de sociale partners twee nieuwe pensioencontracten opgenomen waarop verschillende toezichtregimes van toepassing zijn: een *combicontract* en een *zacht reëel contract*.⁹² Het combicontract vertoont sterke overeenkomst met het huidige pensioencontract.⁹³

Grote veranderingen zullen zich echter voordoen met de introductie van het zachte reële contract, waarin de verplichtingen reëel worden gedefinieerd en in hun geheel flexibel zijn. Het kabinet gaf reeds aan dat DNB meer bevoegdheden en instrumenten moet krijgen om erop toe te zien dat pensioenfondsen voldoende aandacht blijven schenken aan hun beleggingsbeleid en de daarmee gepaard gaande risico's. Bij dit type pensioencontract komen de risico's immers voor rekening van de deelnemers.⁹⁴ Het kabinet geeft hierbij als voorbeeld een meer rule-based benadering van het beleggingsbeleid en risicobeheer middels het vastleggen van uitgangspunten in wet- en regelgeving op grond waarvan DNB ex ante kan toetsen of de risicobeheersing van een pensioenfonds strookt met het risicoprofiel dat is overeengekomen in het pensioencontract. Daarbij zouden de aanbevelingen van de Commissie Frijns (§2.2.3) recht moeten worden gedaan, aldus het kabinet.⁹⁵ Dat zal er op neerkomen dat de aanbevelingen over risicobeheer en beleggingsbeleid direct of indirect in de nieuwe wet- en regelgeving worden geïncorporeerd. In het hiernavolgende zal in worden gegaan op dit nieuwe

92 Stichting van de Arbeid 2011, p. 13.

93 Broeders & Rijsbergen 2011, p. 101; Van de Griend e.a. 2011, p. 22.

94 Bijlage brief kabinet 2011, p. 5.

95 Ibid, p. 4-5.

zacht reële pensioencontract. Daarbij komen de aspecten aan de orde die relevant zijn in verband met de prudent person-regel en de aanscherping van het toezichtkader.

4.1 Aspecten van het nieuwe pensioencontract die relevant zijn voor de prudent person-regel

Op grond van een zacht reëel contract streeft een pensioenfonds een reële uitkering (geïndexeerd pensioen) na, maar ontbreken harde garanties; in tegenstelling tot het huidige contract, waarbij juist sprake is van 'gegarandeerde' pensioentoezeggingen (nominale rechten) en rendementsafhankelijke indexatie. Financiële schokken komen in het nieuwe pensioencontract in beginsel voor rekening van de deelnemers, hoewel ze beperkt kunnen worden door de opbouw van een egalisatiereserve en een spreidingsperiode van maximaal tien jaar.⁹⁶ Op dit type contract zal een nieuw financieel toetsingskader van toepassing zijn (FTK2), omdat er niet langer onderscheid zal worden gemaakt tussen onvoorwaardelijke rechten (harde nominale rechten) en voorwaardelijke rechten (zachte toeslagen).⁹⁷ De solvabiliteitseisen zoals deze thans in het FTK gelden komen te vervallen.

4.1.1 Nieuwe disconteringsvoet

Een punt van zorg bij dit contract is dat de verplichtingen van een pensioenfonds zullen worden gewaardeerd tegen het *verwachte* rendement van de beleggingsportefeuille. Deze nieuwe disconteringsvoet kan ongewenste effecten meebrengen. Allereerst kunnen tegenvallende resultaten of onderdekking in theorie worden gemaskeerd door de beleggingsportefeuille risicovol-

96 Zie Stichting van de Arbeid 2011, p. 18-19 voor informatie over de egalisatiereserve en spreidingsperiode.

97 Broeders & Rijsbergen 2011, p. 101.

ler te maken en op die manier het verwacht rendement in de disconteringsvoet te vergroten.⁹⁸ Immers, hoe risicovoller een pensioenfonds onder het nieuwe contract belegt, des te hoger is het verwachte rendement waartegen de verplichtingen worden gewaardeerd. Een toename in risico en daardoor een verhoging van het verwachte rendement hebben op die manier een lagere contante waarde van de verplichtingen tot gevolg. Hierdoor wordt de dekkingsgraad hoger en de financiële soliditeit van het pensioenfonds ogenschijnlijk beter.⁹⁹ Ten tweede veroorzaakt deze disconteringsvoet tevens een prikkel tot risicoverhoging, terwijl daarvoor geen hogere kapitaaleisen worden gesteld.¹⁰⁰

4.1.2 De visie van DNB op de nieuwe plannen

Mede om deze redenen vereist het voorgestelde zacht reëel contract volgens DNB een aanpassing van het toezichtkader. DNB formuleert in haar position paper van 15 september 2011 een aantal zorgpunten met betrekking tot het nieuwe pensioenakkoord. Ten aanzien van de investeringenpijler en risicobeheerpijler van de prudent person-regel zijn met name de volgende punten die DNB aanroert van belang:

- een nadere invulling van de prudent person-regel. DNB heeft in het nieuwe pensioencontract toereikende bevoegdheden en instrumenten nodig om te kunnen bewaken dat pensioenfondsen hun risico's beheersen conform de prudent person-regel. DNB stelt behoefte te hebben aan concrete handvatten om objectief te kunnen beoordelen of fondsen een beleid voeren dat in lijn is met het in het pensioencontract vastge-

98 Kocken 2011, p. 15.

99 Ibid, p. 15.

100 Ibid, p. 15. Bovenberg e.a. 2011.

stelde risicoprofiel.¹⁰¹ Het kabinet heeft hierbij als voorbeeld een meer rule-based georiënteerde aanpak genoemd waarbij DNB ex ante het risicobeheer kan toetsen.¹⁰² Uit gesprekken met professor Sleijpen is gebleken dat DNB zelf de voorkeur geeft aan de bestaande wijze van ex post toezicht.

- een duidelijke en uniforme disconteringsvoet. Een van de bezwaren die DNB heeft tegen de nieuwe disconteringsvoet, is dat deze pensioenfondsen prikkelt om extra risico te nemen. Mede om deze reden is DNB voorstander van een heldere, objectieve en uniforme disconteringsvoet.¹⁰³

4.2 Vereist het nieuwe pensioencontract ander toezicht in relatie tot de prudent person-regel?

Het nieuwe pensioencontract geeft pensioenfondsen de gelegenheid (sterker nog: stimuleert) om meer risico's in hun portefeuille op te nemen zonder dat ze verplicht zijn hiervoor nadere buffers aan te houden. Niet uitgesloten is dat de belangen van deelnemers en gepensioneerden hierdoor in het gedrang komen. De vraag is welke rol de prudent person-regel daarbij speelt.

In de literatuur wordt beargumenteerd dat de prudent person-regel van art. 135 PW juist voorkómt dat pensioenfondsen risicovoller beleggen met als doel het verbeteren van de dekkingsgraad.¹⁰⁴ In theorie is dit inderdaad zo. Immers, een van de uitgangspunten is dat "waarden die ter dekking van de technische voorzieningen worden aangehouden, worden

101 DNB 2011, p. 1.

102 Bijlage brief kabinet 2011, p. 5.

103 DNB 2011, p. 2. DNB pleit tevens voor een verplichte egalisereserve. DNB wil een risicogebaseerde toets (ex post) gebruiken om de omvang te bepalen van de egalisereserve, waarbij zou moeten gelden dat meer risico gelijk staat aan een strengere richtsnoer over de omvang van de egalisereserve (DNB 2011, p. 2-3.).

104 Kapelle 2011.

belegd op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen.”¹⁰⁵ De belangen van aanspraak- en pensioengerechtigden moeten hierbij voorop staan.¹⁰⁶ Hierbij past niet het nemen van meer risico louter om de financiële situatie van het fonds rooskleuriger voor te kunnen stellen. Desalniettemin bestaat het gevaar dat tijdelijk meer risico wordt genomen om de dekking te verhogen.

Een kanttekening hierbij is verder dat de prudent person-regel een open norm is waaraan eenieder, in elk geval ten dele, zijn eigen uitleg kan geven. Hoewel dit normaliter een van de sterke punten van de prudent person-regel is – ieder pensioenfonds kan zo een eigen beleggingsbeleid bepalen dat is afgestemd op de unieke eigenschappen van het fonds¹⁰⁷ – wordt dit nu ervaren als een punt van zorg. Het heeft namelijk tevens tot gevolg dat er niet genoeg concrete aanknopingspunten zijn waaraan het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfonds objectief kunnen worden getoetst, aldus DNB in haar position paper.¹⁰⁸

De recente *PME-zaak* en *Pensioenfonds Verenigde Glasfabrieken-zaak* getuigen ervan dat DNB en pensioenfonds een uiteenlopende invulling aan de prudent person-regel kunnen geven. Nu in het nieuwe pensioencontract de risico's van het beleggingsbeleid meer bij de deelnemers en gepensioneerden komen te liggen, is het eens te meer van belang dat er een helder en duidelijk toezichtkader is. Objectievere maatstaven zullen in dit opzicht voor meer duidelijkheid (moeten) zorgen.

105 Art. 13 lid 2 Bftk.

106 Art. 135 lid 1 sub a PW.

107 Zie §2.1.3.

108 DNB 2011, p. 1.

4.3 Voorstel tot nadere invulling van de prudent person-regel

Omdat er behoefte bestaat aan duidelijkheid en objectieve uitgangspunten kan overwogen worden om binnen FTK2 een meer rule-based benadering van de prudent person-regel vast te leggen. Het kabinet stelde dit ook voor.¹⁰⁹ Daar waar behoefte is aan meer duidelijkheid omtrent de prudent person-regel, kan gekozen worden voor een kwantitatief georiënteerde invulling. Dit zou gerealiseerd kunnen worden door middel van de samenstelling van strategische modelportefeuilles. Ook ten aanzien van het tactisch beleggingsbeleid kan een modelmatige invulling worden overwogen. Hieronder volgt een ruwe schets van de manier waarop het idee van modelportefeuilles vorm en inhoud zou kunnen krijgen. De volgende opties dienen zich aan:

- (1) Pensioenfondsen kunnen worden ingedeeld in categorieën, bijvoorbeeld op basis van hun deelnemers- en verplichtingenstructuur en omvang. Hierbij zou gedacht kunnen worden aan de volgende indeling:

	Jong	Middelbaar	Oud
Klein	X	X	X
Middel	X	X	X
Groot	X	X	X

- (2) Een andere mogelijkheid is om in plaats van het onderscheid in jong – middelbaar – oud, de pensioenfondsen te categoriseren op basis van hun risicoprofiel of strategisch risicokader.¹¹⁰ Wellicht is het dan ook mogelijk om voor iedere categorie een bijbehorend risicobeheermodel op te stellen.

109 Bijlage brief kabinet 2011, p. 5.

110 Commissie Frijns 2010, p. 28-29.

De laatste optie vindt aansluiting bij de aanbeveling van de Commissie Frijns dat het strategisch risicokader en het beleggingsbeleid in samenhang met elkaar moeten worden vastgesteld (§2.2.3).

Vervolgens wordt voor iedere pensioenfondscategorie een strategische modelportefeuille samengesteld die in beginsel in overeenstemming is met de uitgangspunten van de prudent person-regel in art. 135 PW en art. 13 Bftk en waarbij bandbreedtes gelden voor iedere beleggingscategorie. Er zijn uiteraard ook andere aspecten die een rol spelen, zoals hedgestrategieën. Die vergen nadere uitwerking, maar daarvoor is in deze paper geen plaats.

Op de regelgeving voor elk van de categorieën zou vervolgens het '*comply or explain*' beginsel kunnen worden toegepast, wat betekent dat ofwel de regels worden toegepast (*comply*) ofwel gemotiveerd van de regels wordt afgeweken (*explain*).¹¹¹ Dit houdt in dat pensioenfondsen hun strategische beleggingsportefeuille dan niet per se hoeven in te richten conform de modelportefeuille behorend bij hun categorie. Maar, indien ze besluiten van het model af te wijken, moeten ze dit goed onderbouwen en aantonen dat hun risicobeheer geschikt is voor de door henzelf vastgestelde portefeuille. De focus van het DNB-toezicht zou zich dan binnen de bulk van pensioenfondsen primair op deze fondsen kunnen richten. Als deze groep groot blijkt te zijn biedt steekproefsgewijs toezicht uitkomst.

111 Zie voor een kritische belichting van het *comply or explain* beginsel (ten aanzien van corporate governance codes) het Groenboek corporate governance 2011, RiskMetrics Group 2009 en Abma & Olaerts 2011. De in deze NEA-paper voorgestelde toepassing van het *comply or explain* beginsel is echter dusdanig vormgegeven dat de tekortkomingen van het beginsel, zoals gesignaleerd in de vermelde publicaties, hier geen rol spelen.

Pensioenfondsen die er wel voor kiezen de strategische modelportefeuille toe te passen, moeten binnen de vastgestelde bandbreedtes kiezen voor een bepaalde beleggingsmix (afhankelijk van factoren als omvang van de egalisatiereserve). De specifieke keuzes binnen die bandbreedtes moeten zij onderbouwen en vergezeld laten gaan van een goed risicobeheer, dat mogelijk ook gebaseerd zou kunnen zijn op een modelmatige inrichting. Het '*comply or explain*' beginsel verwordt daarmee min of meer tot '*comply-and-explain or explain*', waarbij wat betreft de laatstgenoemde '*explain*' een zwaardere druk op de verantwoordelijkheid van pensioenfondsen komt te rusten. DNB zou bij de pensioenfondsen die hun beleggingsbeleid modelmatig inrichten, steekproefsgewijs onderzoek kunnen doen.

De ABTN en staten fungeren in deze opzet nog steeds als belangrijke instrumenten voor het toezicht door DNB. In hun ABTN moeten pensioenfondsen uitgebreid verslag doen van hun keuze voor ofwel de strategische modelportefeuille (met een verantwoording voor hun keuzes binnen de bandbreedtes) ofwel hun eigen portfoliosamenstelling met het oog op de prudent person-regel en hun risicobeheer. In hun staten kunnen pensioenfondsen periodiek laten zien hoe zij in de voorgaande periode het door hun gekozen beleggingsbeleid hebben uitgevoerd. Tevens moeten pensioenfondsen in hun staten verantwoording afleggen over hun risicobeheer.

4.4 Nadere uitwerking

Wie stelt regels?

Bij de in §4.3 voorgestelde invulling van de prudent person-regel rijst een aantal vragen en aandachtspunten. Wie stelt bijvoorbeeld de hoofdcategorieën met bijbehorende modelportefeuilles

vast? Uit een gesprek met professor Sleijpen kwam naar voren dat, indien de wetgever voor de voorgestelde kwantitatieve benadering van de prudent person-regel zou kiezen, DNB deze rol voor de wetgever acht weggelegd. Deze dient immers zorg te dragen voor een geschikt wettelijk toezichtkader, eventueel in samenwerking met de sociale partners.

De wetgever dient mijns inziens inderdaad te pas te komen aan een dergelijke fundamentele wijziging van het toezichtkader. DNB is er om toezicht te houden op de naleving van de wet- en regelgeving. DNB ziet toe, controleert en stuurt – indien nodig – bij. Het is de verantwoordelijkheid van de wetgever om ervoor te zorgen dat de onderliggende wet- en regelgeving toereikend is. Tevens zou de wetgever de uitgangspunten voor goed risicobeheer duidelijk in de wet moeten verankeren. Vooralsnog ontbreekt deze duidelijkheid.

Afbreuk van de prudent person-regel?

Een andere vraag die wellicht rijst, is of we via deze kwantitatief georiënteerde benadering van de prudent person-regel niet de gunstige aspecten van de prudent person-regel verspelen. Dit is niet per se het geval. Zoals in §2.1.3 is beschreven, is een van de nadelen van kwantitatieve restricties dat er geen ruimte is voor differentiatie binnen de sector, omdat ze vaak uniform van toepassing zijn. Bij de voorgestelde invulling van de prudent person-regel doet dit probleem zich echter niet voor. Er wordt immers rekening gehouden met het zeer heterogene karakter van de pensioenfondssector via de indeling in verschillende pensioenfondscategorieën. Hiermee wordt tevens voldaan aan een vereiste dat in de IORP-Richtlijn wordt gesteld. Art. 18 lid 5 IORP-Richtlijn bepaalt namelijk dat

“lidstaten [...] nadere voorschriften [kunnen] vaststellen, met inbegrip van kwantitatieve voorschriften, mits deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn, die het geheel van door deze instellingen uitgevoerde pensioenregelingen weerspiegelen.”

Bovendien is een variant van het *comply or explain* beginsel van toepassing. Hierdoor hebben pensioenfondsen die de behoefte voelen een eigen beleggingsbeleid te voeren hiervoor de ruimte, mits zij hun beleid goed onderbouwen en aantonen dat hun risicobeheer passend is. Tevens moeten de pensioenfondsen die voor *comply* kiezen ook hun beleggingsbeleid verantwoorden. Daarmee wordt het ontstaan van een afvinkcultuur voorkomen.

In strijd met de Nederlandse traditie?

Een argument tegen deze kwantitatieve invulling van de prudent person-regel zou nog kunnen zijn dat Nederland geen kwantitatieve traditie heeft en dat met deze benadering een mechanisch geheel ontstaat waar men niet aan gewend is. Dat risico bestaat inderdaad. Echter, Nederland heeft ook geen defined contribution-traditie. Wellicht helpt een – al dan niet tijdelijke – meer rule-based benadering van de prudent person-regel de pensioenfondsen door deze transitie van een defined benefit stelsel naar een defined contribution stelsel heen.

Ex post of ex ante?

Met de suggestie van het kabinet dat DNB de mogelijkheid zou moeten hebben om ex ante het risicobeheer van pensioenfondsen te toetsen, wordt in het voorgestelde model bewust geen rekening gehouden. DNB is immers een overheidsinstantie die toezicht houdt op de naleving van de wet- en regelgeving. De

verantwoordelijkheid voor deze naleving ligt primair bij de pensioenfondsen zelf. Pensioenfondsbesturen moeten over voldoende expertise beschikken die het mogelijk maakt zelf dergelijke beslissingen te nemen, zonder daarbij afhankelijk te zijn van voorafgaande goedkeuring of certificering van het beleid door DNB. Met een duidelijke verschuiving van ex post naar ex ante toetsing verschuift indirect ook de verantwoordelijkheid over het gevoerde beleid van het pensioenfondsbestuur naar DNB. Dat is een ongewenste ontwikkeling, omdat deze verantwoordelijkheid niet bij de toezichthouder thuishoort.

Afhankelijk van de vorm die de ex ante toetsing mogelijk zou kunnen krijgen, is het de vraag of de IORP-Richtlijn hier ruimte voor biedt. In art. 18 lid 4 IORP-Richtlijn staat namelijk het volgende:

“Onverminderd het bepaalde in artikel 12,112 stellen de lidstaten geen eisen inzake voorafgaande goedkeuring of systematisch kennisgeving aan de beleggingsbesluiten van een op hun grondgebied gevestigde instelling of de vermogensbeheerder ervan.”

Het kabinet stelt ex ante toetsing door DNB van het risicobeheer aan het risicoprofiel in het pensioencontract voor. Indien een dergelijke toetsing tevens een voorafgaande toetsing van het beleggingsbeleid impliceert en daarmee mogelijk een (indirecte) toetsing van de beleggingsbesluiten, zou dit mogelijk in strijd zijn met de IORP-Richtlijn.

112 Artikel 12 IORP-Richtlijn behelst de verplichting om een verklaring inzake beleggingsbeginselen op te stellen.

5. Conclusie

In deze paper stond de vraag centraal hoe het toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel er onder invloed van het nieuwe pensioenakkoord mogelijk uit zal zien. En of te verwachten is dat daarmee voldoende zekerheid zal bestaan dat pensioengelden zorgvuldig belegd worden.

Met de introductie van het nieuwe pensioencontract voelen deelnemers en pensioengerechtigden directer de gevolgen van het beleggingsbeleid en risicobeheer van pensioenfondsen. Bij dit contract bestaan namelijk geen buffereisen; ook wordt niet uitgegaan van nominale garanties.

Omdat deelnemers meer risico lopen bij dit nieuwe contract en er niet meer wordt gewerkt met solvabiliteitseisen, moet scherper toezicht kunnen worden uitgeoefend op het beleggingsbeleid en risicobeheer van pensioenfondsen om te beoordelen of deze stroken met het risicoprofiel zoals dat is vastgesteld in het pensioencontract, aldus het kabinet. Daarvoor heeft DNB objectievere maatstaven in wet- en regelgeving nodig. De vraag is echter hoe deze kunnen worden vormgegeven. Het kabinet stelt bovendien een ex ante toetsing van het risicobeheer voor.

Meer duidelijkheid kan gecreëerd worden door een meer kwantitatief georiënteerde invulling aan de prudent person-regel te geven. Dit is te realiseren door pensioenfondsen te categoriseren, bijvoorbeeld op basis van hun risicoprofiel of strategisch risicokader. Voor iedere categorie wordt een strategische modelportefeuille samengesteld waarin bandbreedtes gelden voor iedere beleggingscategorie. Op deze regelgeving moet het *comply or explain* beginsel van toepassing worden verklaard. Pensioenfondsen die de modelportefeuille volgen, moeten uitleggen waarom ze binnen de bandbreedtes voor een bepaalde

beleggingsmix hebben gekozen. Hun risicobeheer moet hierbij passen. De pensioenfondsen die van het model afwijken, moeten dit onderbouwen en aantonen dat hun risicobeheer geschikt is voor de door henzelf vastgestelde portefeuille. De focus van het DNB-toezicht zou zich primair op laatstgenoemde pensioenfondsen kunnen richten. Deze uitwerking van het *comply or explain* beginsel komt in feite neer op '*comply-and-explain or explain*'.

De vraag of via deze meer kwantitatief georiënteerde benadering van de prudent person-regel niet de gunstige aspecten van de prudent person-regel worden verspeeld, kan ontkennend worden beantwoord. Bij de voorgestelde invulling wordt immers rekening gehouden met het zeer heterogene karakter van de pensioenfondssector. Bovendien is het *comply or explain* beginsel van toepassing, waardoor pensioenfondsen die de behoefte hebben om een eigen beleggingsbeleid te voeren, hiervoor de ruimte hebben. De suggestie van het kabinet voor ex ante toetsing van het risicobeheer is bewust buiten het voorgestelde model gehouden. Met een verschuiving van ex post naar ex ante toetsing verschuift indirect ook de verantwoordelijkheid over het gevoerde beleid van het pensioenfondsbestuur naar DNB. Dat is een ongewenste ontwikkeling, omdat deze verantwoordelijkheid niet bij de toezichthouder thuishoort.

Literatuurlijst

Abma & Olaerts 2011

R. Abma, M. Olaerts, 'De effectiviteit van de comply or explain-regel in Nederland', *TvOB*, 2011-5, p. 103-114.

Actuarieel Genootschap 2010

Actuarieel Genootschap, *Prudent-Person regel Beleggingsbeleid*, 13 december 2010, Utrecht, www.ag-ai.nl.

Bijlage brief kabinet 2011

Bijlage bij brief van het kabinet aan de Tweede Kamer d.d. 10 juni 2011, (kenmerk AV/SDA/2011/10887).

De Bos e.a. 2008

A. de Bos, P.H. Coebergh, H. van Olden, K. Simms (red.), *Regels voor de toekomst. Kansen voor een duurzaam ondernemend Nederland*, Ernst & Young, 2008.

Bovenberg e.a. 2011

L. Bovenberg, Th. Nijman, Th. Kocken, S. van Wijnbergen, 'Bepaal marktwaarde pensioen', *FD*, 12 oktober 2011, www.fd.nl.

Broeders & Rijsbergen 2011

D. Broeders, D. Rijsbergen, 'Rendement en risico in nieuwe pensioencontracten', *TPEdigitaal*, 2011, jaargang 5(2), p. 100-117.

Commissie Frijns 2010

J.M.G. Frijns, J.A. Nijssen, L.J.R. Scholtens, Rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (Commissie Frijns), *Pensioen: "Onzekere zekerheid"*, 19 januari 2010, Eindhoven – Den Haag – Winsum, te downloaden via www.szw.nl.

Commissie Goudswaard 2010

K.P. Goudswaard, R.M.W.J. Beetsma, Th.E. Nijman, P. Schnabel, Rapport Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (Commissie Goudswaard), *Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*, 27 januari 2010, te downloaden via www.szw.nl.

Davis 2002

E.P. Davis, 'Prudent person rules of quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investors' portfolios', *Journal of Pension Economics and Finance*, 2002-2, p. 157-191.

DNB 2005

DNB, *Handboek FIRM. Hoofdstuk 1 – Inleiding*, Amsterdam: DNB 2005.

DNB 2006

DNB, *Visie DNB toezicht 2006-2010*, Amsterdam-Apeldoorn: DNB 2006.

DNB 2007

DNB, Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen, nr. Juza/2007/01410/IH.

DNB 2007a

DNB, Actuariële en bedrijfstechnische nota, (factsheet), 1 januari 2007, www.toezicht.dnb.nl.

DNB 2010

DNB, *Visie DNB toezicht 2010-2014*, Amsterdam: DNB 2010.

DNB 2010a

DNB, Rapportagekader pensioenfondsen ('Staten') (factsheet), 13 december 2010, www.toezicht.dnb.nl.

DNB 2010b

DNB, *Brief Resultaten beleggingsonderzoek*, 15 maart 2010, te downloaden via www.toezicht.dnb.nl.

DNB Jaarverslag 2010

DNB, *Jaarverslag 2010*, Amsterdam: DNB 2011.

DNB 2011

DNB, *Position Paper 'DNB: zachte contracten vragen om een stevig toezichtkader'*, 15 september 2011, te downloaden via www.dnb.nl.

DNB 2011a

DNB, *Brief Resultaten beleggingsonderzoeken 2010*, 26 april 2011, te downloaden via www.toezicht.dnb.nl.

Goldman 2000

R. Goldman, 'The development of the prudent man concept in relation to pension funds', *Journal of Pensions Management*, 6(3), 2000, p. 219-224.

Van de Griend e.a. 2011

A. van de Griend (red.), *Nieuw elan of blinde muur? Het pensioenakkoord in perspectief*, Towers Watson 2011, www.towerswatson.com/netherlands/research/5496.

Groenboek corporate governance 2011

Europese Commissie, *Groenboek Het EU-kader inzake corporate governance*, COM(2011) 164 def.

Kappelle 2011

H. Kappelle 2011, 'Prudent person regel beschermt', *FD*, 19 augustus 2011, www.fd.nl.

Kocken 2011

Th. Kocken, *De impact van een niet-risicovrije disconteringsvoet op de verdeling van een collectief vermogen tussen generatie*, Working paper, Vrije Universiteit, 18 juni 2011, www.cardano.com/nl/publicaties_publicatie.html?group=25.

Maatman 2003

R.H. Maatman, 'Beleggen volgende de prudent person-regel', *Ondernemingsrecht*, 2003.

Maatman 2004

R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder* (Serie Onderneming en Recht Deel 27), Deventer: Kluwer 2004.

- Melbourne Mercer Global Pension Index 2011
Australian Centre for Financial Studies, Mercer, *Melbourne Mercer Global Pension Index*, oktober 2011, te downloaden via www.mercer.com.
- MinFin 2011
Toezicht op afstand. De relatie tussen de minister van Financiën en de financiële toezichhouders De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM). 2011–2016, februari 2011. Bijlage bij *Kamerstukken II 2010/11*, 32 648, nr. 1.
- Mouwes & Hermanides 2011
P. Mouwes, E. Hermanides, 'Miljardenwereld', *FD Selections*, 31 oktober 2011, p. 16–17.
- NPN 2006
'Vragen aan de toezichthouder DNB', *NPN*, 8 maart 2006.
- OECD guidelines 2005
OECD, *Guidelines on Pension Fund Asset Management*, 2005, te downloaden via www.oecd.org.
- OECD 2007
Y. Hu, F. Stewart, J. Yermo, *Pension Fund Investment and Regulation: An International Perspective and Implications for China's Pension System*, OECD, November 2007, www.oecd.org/dataoecd/51/29/39596265.pdf.
- Pensioenkoopels 2010
Pensioenkoopels VB, UvB & OPF, *Aanbevelingen Beleggingsbeleid. Besturen moet je doen!*, juni 2010.
- RiskMetrics Group 2009
RiskMetrics Group e.a., *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 september 2009, te raadplegen op http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.
- Schilder 2008
A. Schilder, 'Rule-based versus principle-based: het perspectief van de toezichthouder', p. 178–185, in: De Bos e.a. 2008.
- Stichting van de Arbeid 2010
Stichting van de Arbeid, *Pensioenakkoord voorjaar 2010*, 4 juni 2010, www.stvda.nl.
- Stichting van de Arbeid 2011
Stichting van de Arbeid, *Uitwerkingsmemorandum Pensioenakkoord 2010 en Beleidagenda 2020*, juni 2011, publicatienr. 1/11, www.stvda.nl.
- Wielens 2006
H. Wielens, 'Prudent investeren: enkele aandachtspunten', *NPN*, 25 oktober 2006.
- Van Wijk/Konijnenbelt & Van Male 2008
H.D. van Wijk/W. Konijnenbelt, R. van Male, *Hoofdstukken van bestuursrecht*, Den Haag: Elsevier Juridisch 2008.

Jurisprudentie

Rb. Rotterdam (vrz.) 8 februari 2011, *LJN BP3625 (Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken)*.

Rb. Rotterdam, 24 november 2011, *LJN BU6966*.

Rb. Rotterdam 4 augustus 2011, *LJN BR4189 (PME)*.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Inter-generationale solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout, met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)
René Maatman en Sander Stenekker

- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)
Geert Bekaert
- 22 TIPS for Holland (2009)
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel pensioen (2009)
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 "De APl is een no-brainer" (2009)
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal-juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen-aansprakenstatistiek (2010)
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)
Frank de Jong en Antoon Pelsser
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)
Agnes Joseph en Dirk de Jong
- 38 De gouden standaard bij beleidsvoorbereiding (2011)
Peter Kooreman en Jan Potters
- 39 Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen (2011)
Benedict Dellaert en Marc Turlings
- 40 Naar een dynamische toekomstvoorziening. Integratie van werk, pensioen, zorg en wonen over de levensloop (2011)
Lans Bovenberg, Wouter Koelewijn en Niels Kortleve

- 41 Duurzame pensioenen from scratch (2011)
Gert Bos en Martin Pikaart
- 42 Marktoplossingen voor langlevensrisico (2011)
Sylvain de Crom, Anne de Kreuk, Ronald van Dijk, Michel Vellekoop en Niels Vermeijden
- 43 Het gebruik van ALM-modellen (2011)
Guus Boender, Bas Bosma en Lans Bovenberg
- 44 Het pensioenfonds van de toekomst: risicodeling en keuzevrijheid (2011)
Jan Bonenkamp, Lex Meijdam, Eduard Ponds en Ed Westerhout
- 45 Hoe reëel is reëel? (2012)
Ronald Mahieu en Alexander de Roode
- 46 Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract (2012)
Jacqueline van Leeuwen

Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract

In deze paper van Jacqueline van Leeuwen (UU) staat de vraag centraal hoe het toezicht door De Nederlandsche Bank op de toepassing van de prudent person-regel er onder invloed van het nieuwe pensioenakkoord mogelijk uit zal gaan zien. De gevolgen van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen worden directer voelbaar voor deelnemers en pensioengerechtigden. Daarom moet het toezichtkader worden aangepast. De vraag is hoe objectievere maatstaven voor het toezicht in wet- en regelgeving kunnen worden vormgegeven.