

# Het pensioen van de dga *in balans?*

Het pensioen van de directeur-grotaandehouder (dga) is de afgelopen jaren behoorlijk op drift geraakt. Met name een reeks wijzigingen in de fiscale wetgeving hebben het complex gemaakt.<sup>1</sup> Ook de invoering van de Pensioenwet heeft het dga-pensioen geraakt. Immers, elke dga met een op 31 december 2006 bestaande pensioentoezegging heeft in 2007 moeten kiezen of hij die wel of niet onder het regime van de Pensioenwet wilde brengen.<sup>2</sup> Een eenmalige keuze waarop hij na 2007 niet meer kan terugkomen, maar waar hij wel vaak tientallen jaren lang aan vastzit. Alleen al door deze wettelijke dwang is het tijd om het pensioenadvies aan de dga in een breder perspectief te plaatsen, zeker als het gaat om het in eigen beheer gehouden pensioen. En in de praktijk komt dat het meest voor. In dit artikel ligt het accent op een bedrijfseconomische benadering van het dga-pensioen.

## ■ DE TRADITIONELE – FISCALE – BENADERING

De traditionele benadering van het dga-pensioen heeft als belangrijkste kenmerk dat het advies zich beperkt tot het creëren van de fiscale pensioenverplichting op de balans van de vennootschap. Door het optuigen van een pensioenregeling ontstaat er een op de toezeggende vennootschap drukkende verplichting. Voor onderdelen daarvan kan op de fiscale jaarrekening een verplichting worden gevormd: de fiscale pensioenverplichting. De jaarlijkse toename van die verplichting, opgebouwd uit een actuariële

1. In de Wet LB is het Witteveen-regime ingevoerd in 1999, in 2005 gevolgd door de Wet VPL. En in de Wet Vpb zijn de fiscale waarderingsgrondslagen voor de jaarrekening aangescherpt.
2. Zie art. 8 Invoeringswet Pensioenwet.



Jack Borremans

Drs. J.A.L. Borremans is partner van LNBB actuarissen + pensioenconsultants te Soest en Dordrecht; dr. A.J.C.C.M. Loonen is werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort NV, lid van de Tucht- en Geschillencommissie DSI en verbonden aan de Universiteit van Amsterdam; hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel



Tom Loonen

oprenting van de aanspraken en de aangroei van het pensioen in het desbetreffende jaar, is een last voor de winst- en verliesrekening. Door de uitholling van de fiscale waarderingsregels biedt de fiscale pensioenverplichting de dga echter steeds minder inzicht in de werkelijke omvang van de pensioenregeling. Het besef dat zijn pensioen iets anders is dan de op de balans opgenomen fiscale verplichting, zal hier bepaald niet door toenemen.

## ■ EEN INTEGRALE – BEDRIJFSECONOMISCHE – BENADERING

Voor een grote groep mensen is het pensioen een belangrijk onderdeel in de inkomensplanning na het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Dit geldt ook voor de dga, die vaak niet zonder een gedefinieerde voorziening kan,

ook wanneer ervoor is gekozen om dat pensioen binnen de eigen vennootschap op te bouwen. Niet iedere dga is immers na de verkoop van zijn onderneming financieel onafhankelijk. In deze benadering komt de dynamiek van het pensioen voor de dga het meest naar voren. De adviseur zal naast het fiscale kader ook de niet-fiscale aspecten van het pensioen in zijn advisering dienen mee te nemen. Zo is er het streven om de binnen de vennootschap aanwezige middelen maximaal te laten renderen en de met de pensioentoezegging samenhangende risico's te minimaliseren. Hierbij is het fiscale kader slechts onderdeel van een integrale benadering. De fiscale benadering is een exacte wetenschap, er is maar één uitkomst. Uit een bedrijfseconomische benadering blijkt ook snel de emotionele component van het pensioen. Hoe zou de dga zijn pensioen nu echt willen inrichten? Welke risico's wil en kan hij lopen?

#### Voorbeeld 1

Een dga, 36 jaar, met een drie jaar jongere partner heeft vorig jaar zijn onderneming ondergebracht in een vennootschap. Bij een voor hem geldende pensioengrondslag van € 70.000 levert hem dat op de pensioendatum (65 jaar) een waardevast pensioen op van € 42.000. Zijn partner krijgt bij zijn overlijden een levenslang nabestaandenpensioen van € 29.400. Daar horen de volgende doelvermogens bij:

fiscaal doelvermogen:	€ 588.000
commercieel doelvermogen:	
exclusief indexatie	€ 631.000
inclusief indexatie	€ 799.000

Het commerciële doelvermogen is dus ruim 35% hoger dan het fiscale doelvermogen. Het grote verschil wordt verklaard door de waardering van de indexatiebepaling in de pensioentoezegging, de correctie door leeftijdsterugstellingen op de veroudering van de overlevingstafels en de marktrente. Geen rekening is nog gehouden met toekomstige salarisstijgingen. Voor de wijze van vaststelling van het commerciële doelvermogen is aangesloten bij de systematiek zoals die is beschreven in de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving voor kleine rechtspersonen.<sup>3</sup>

#### ■ SALARISSTIJGINGEN

Een dga kan zichzelf een salarisstijging toekennen als de resultaten van de vennootschap dit structureel toelaten. Het salaris vormt hiermee een onderdeel van de totale arbeidsbeloning. Het begrip 'totale arbeidsbeloning' speelt weer een rol bij de discussie over de zakelijkheid bij bijvoorbeeld het inkopen van dienstjaren. In fiscale zin kan de toenemende last die met de salarisstijging gepaard gaat, pas worden genomen in het jaar waarin het salaris ook daadwerkelijk wordt genoten.<sup>4</sup> Welbeschouwd is de looninflatiecapaciteit – in hoeverre kan de dga anticipe-

ren op een stijging van zijn salaris – een onderdeel van de integrale benadering. Het is een niet-fiscale verplichting die voortvloeit uit de pensioentoezegging. Een salarisstijging levert enerzijds een vergroting van het gekapitaliseerde vooroverlijdensrisico op, en anderzijds een hoger ouderdomspensioen waarvoor dekking moet worden gerealiseerd.

#### Voorbeeld 2

De dga uit voorbeeld 1 verhoogt ieder jaar zijn salaris met 3%. Op de pensioendatum is de fiscale verplichting aangegroeid tot € 1,4 miljoen. De bedrijfseconomische waarde zonder indexaties is toegenomen tot € 1,5 miljoen en inclusief indexaties tot € 1,9 miljoen.

#### ■ HET VOOROVERLIJDENSRISSICO

Op de vennootschap drukt over het algemeen een groot vooroverlijdensrisico. Dit is de gekapitaliseerde waarde van de verplichting tot het uitkeren van een levenslang nabestaandenpensioen, al dan niet aangevuld met een tijdelijk nabestaandenoverbruggingspensioen. De dekking van dit risico moet een terugkerend punt van aandacht zijn. Omstandigheden kunnen namelijk wijzigen in de tijd. Het extern verzekeren van dit risico is een goede optie als de middelen binnen de vennootschap op dit moment ontoereikend zijn. Om een fiscale vrijval bij overlijden te voorkomen, wordt er bij aanvang veelal voor gekozen om dat risico te verzekeren zodanig dat de omvang van de fiscale pensioenverplichting op dat moment overstijgt. Hiermee wordt impliciet verondersteld dat de vennootschap ook de tegenwaarde van de fiscale verplichting binnen de vennootschap heeft gereserveerd en kan aanwenden voor het nabestaandenpensioen.

In de modelpensioenbrieven van de Belastingdienst worden overigens alle mogelijke overlijdenspensioenen toegezegd, dus ook het nabestaandenoverbruggingspensioen. In fiscale zin kost het niets; er kan immers niets voor worden gereserveerd. Maar het is wel een verplichting die rust op de vennootschap. De adviseur zal zich, samen met de dga, ervan moeten vergewissen of er behoefte bestaat aan deze vorm van nabestaandenpensioen.

#### ■ HET ARBEIDSONGESCHIKTHEIDSRISICO

Het arbeidsongeschiktheidsrisico valt uiteen in twee delen. Allereerst is er het risico dat samenhangt met de premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid. Dit is een standaardbepaling in de meeste pensioenbrieven en houdt in dat bij arbeidsongeschiktheid de pensioenopbouw door de toezeggende vennootschap wordt voortgezet. Het gevaar hierbij is dat door het wegvallen van de dga de verdien capaciteit van de vennootschap dermate afneemt dat het voortdurend blijven opbouwen van pensioenaanspraken slechts leidt tot een enorm fiscaal verlies. Het verlies aan verdien capaciteit leidt dus tot een vermindering van de dekking. Een ander risico is het wegvallen van het inkomen tot aan de pensioengerechtigde leeftijd, het arbeidsongeschiktheidspensioen. Ook deze risico's zijn extern te verzekeren als er geen of onvoldoende

<sup>3</sup> Zie Rjk B14 art. 110.

<sup>4</sup> Zie art. 3.26-3.28 Wet IB 2001.

dekking tegenover staat. De modelpensioenbrieven van de Belastingdienst kennen een ruime dekking bij arbeidsongeschiktheid, zowel de premievrijstelling als het arbeidsongeschiktheidspensioen. Maar de dga moet dit wel zelf regelen.

## ■ HET LANGLEVENRISICO

Levensverzekeraars leven bij de gratie van de wet van de grote getallen, de overlevingstafels. Op basis van deze statistische kengetallen, gemeten over een grote populatie, kan de verzekeraar de op hem drukende verplichtingen vertalen in een commerciële premie. Een dga die zijn pensioen gaat verzekeren, verlegt het langlevensrisico immers naar de levensverzekeraar.

### Het dekkingsvraagstuk

De dga die van zijn adviseur te horen krijgt dat zijn langlevensrisico afdoende is 'verzekerd' als hij binnen de uitvoerende vennootschap van zijn pensioenregeling de tegenwaarde van het fiscale doelvermogen op 65 jaar reserveert, zal waarschijnlijk teleurgesteld zijn. De vennootschap voert een fiscale verplichting op die wordt gebaseerd op statistische gegevens. Dit impliceert echter dat de dga exact overlijdt op het gemiddelde overlijdensmoment dat geldt binnen de hele populatie, op basis waarvan de overlevingstafels zijn samengesteld. En de partner van de dga ook! In werkelijkheid is dat een verwaarloosbare kans. Daarentegen is de kans aanzienlijk dat de dga zijn fiscale doelvermogen overleeft. En in dat geval komt hij tekort.

### Voorbeeld 3

De dga en zijn drie jaar jongere partner uit voorbeeld 1 hebben, als ze de omvang van hun beleggingsportefeuille hebben gebaseerd op de hoogte van het uiteindelijke fiscale doelvermogen op de pensioendatum, het langlevensrisico feitelijk maar voor 45% gedekt. Bij een matige dekking van 75% van het langlevensrisico is het bedrag aan benodigde beleggingen op de pensioendatum € 667.000. En bij een dekking van 90% is dat € 713.000.

Volgt de dga het in het tweede voorbeeld doorgerekende salarisverloop, dan zal op de pensioendatum bij een dekking van 75% ruim €1,6 miljoen en bij een dekking van 90% ruim € 1,72 miljoen nodig zijn.

De adviseur moet zich terdege realiseren dat, zodra het pensioen moet worden uitgekeerd, het geen papieren exercitie is, maar dat er wel degelijk periodiek geld wordt onttrokken aan de vennootschap. Deze uitgaande kasstromen betreffen het box 1-inkomen van de dga na zijn pensionering en het eventuele partnerpensioen dat na het overlijden van de dga aan de partner moet worden uitgekeerd. Om de uitgaande kasstromen te financieren, zal de dga dus tijdig geld moeten reserveren op een voor het pensioen bestemde beleggingsrekening. Deze reservering kan verschillende vormen hebben, afhankelijk van de aard van de onderneming. Het pensioen kan zitten in het onroerend goed waarin de onderne-

ming wordt gevoerd. Ook kan de vennootschap een dekkingspolis hebben gesloten waarmee de kapitaalopbouw buiten de vennootschap wordt verzekerd. Bij expiratie van zo'n polis wordt het geld naar de BV gehaald. Maar de dga kan natuurlijk ook gewoon periodiek geld beleggen.

### Voorbeeld 4

De dga uit voorbeeld 1 zal, bij een dekking van 90% van het langlevensrisico, een jaarlijks bedrag van € 13.000 moeten inleggen om het bedrag aan benodigde beleggingen te realiseren. Bij een salarisverloop van 3% en nog steeds een dekking van 90% is een jaarlijkse inleg van € 31.400 nodig.

### Het beleggingsrisico

In de laatste twee voorbeelden zijn de benodigde beleggingen binnen de vennootschap berekend vanuit de veronderstelling dat ze renderen tegen een risicoloos rendement van 4%. In de beleggingswereld gaan beleggingsrendement en -risico echter op een systematische wijze hand in hand. Het beleggingsrisico, de standaarddeviatie, neemt toe naarmate het percentage zakelijke waarden toeneemt. De dga zal in beginsel zo veel mogelijk zekerheid betrachten in de mate waarin zijn inkomensdoelstelling wordt gerealiseerd. De haalbaarheid daarvan hangt af van een aantal parameters. Dat zijn de omvang van de ingelegde premie (de ingaande kasstromen), de hoogte van de uit te keren pensioenen (de uitgaande kasstromen), het risicoprofiel en de mate waarin de dga zijn langlevensrisico wil afdekken.

## ■ AANDACHT VOOR BELEGGINGEN

Uit onderzoek van zowel De Nederlandsche Bank<sup>5</sup> (2003) als pensioenverzekeraar Zwitserleven (2007) blijkt dat de Nederlander weinig weet van zijn pensioen en er ook niet echt in is geïnteresseerd. Als het niet goed is geregeld, is men kritisch, en is het goed geregeld, dan levert het weinig vreugde op. Uit het onderzoek van Zwitserleven blijkt dat 91% van de respondenten niet op de hoogte is van het rendement dat men op de eigen pensioenregeling maakt. Zo'n 70% van de werknemers vertrouwt erop dat het pensioenfonds de inleg goed belegt. Of deze veronderstelling ook geldt voor de dga, is weliswaar niet bekend, maar grote verschillen tussen werknemers en dga's zijn niet te verwachten. Wanneer een dga ervoor kiest om zijn pensioen bij een professionele verzekeraar te verzekeren en dit tegen een garanti kapitaal of, in sommige gevallen, tegen een gegarandeerde rente geschiedt, zal hij weinig belangstelling hebben voor de wijze waarop dit tot stand komt. Het is immers verzekerd.

Anders is de situatie waarbij weliswaar het pensioen geheel of gedeeltelijk bij een verzekeringsmaat-

5 'Pensions and public opinion: a survey among Dutch households', P.J.A. van Els, W.A. van den End en M.J.C. van Rooij, Research Memorandum WO 752, De Nederlandsche Bank.

schappij wordt ondergebracht, maar de verzekerde zelf verantwoordelijk is voor zijn beleggingen en dus voor de hoogte van zijn pensioenuitkering afhankelijk van zijn eigen beleggingssucces. Vaak is hierbij sprake van zogenoemd 'onbepaald eigen beheer'. Dit houdt in dat de totale pensioentoezegging in 'eigen beheer' wordt gehouden onder aftrek van hetgeen aan waarde is opgebouwd in de externe beleggingsverzekering. Daarnaast kan de dga ook een beschikbaar-repremieregeling hebben, die volledig is verzekerd. Hoe dan ook, de dga dient zijn beleggingsbeleid in zo'n geval zelfstandig op te stellen en te bewaken. De keuze van de beleggingen is in veel gevallen beperkt: alleen de beleggingsfondsen van de verzekeringsmaatschappij in kwestie zijn beschikbaar. Tenzij de dga om hem moverende redenen ervoor heeft gekozen om zijn pensioenverzekering te clausuleren met een Pensioenwetclausule. In dat geval is er sprake van een premieovereenkomst met beleggingsvrijheid waarop voor de pensioenuitvoerder de in de Pensioenwet vastgelegde zorgplicht van toepassing is.<sup>6</sup> Een situatie waarbij de dga het zich zeker niet kan permitteren om geen acht te slaan op zijn beleggingen, is die waarbij het pensioen wordt opgebouwd in een pensioen-BV. De verantwoordelijkheid voor het halen van de pensioendoelstelling ligt hier dan ook in beginsel bij de dga.

#### ■ JURIDISCHE BENADERING VAN EEN ECONOMISCH VRAAGSTUK

Het is dan ook vreemd om te moeten constateren dat nogal wat dga's worden geconfronteerd met een bijzonder risicomidende houding van hun bankier: pensioengeld dient voorzichtig te worden belegd. De angst voor claims is hiervoor de belangrijkste reden. Dit is gezien het aantal claims bij de Klachtencommissie DSI of de burgerlijke rechter waarbij aanspraak wordt gemaakt op het 'pensioenaspect', een begrijpelijke reactie. In veel uitspraken had de desbetreffende dga met nog enkele jaren te gaan voor zijn pensioengerechtigde leeftijd, (te) zwaar in zakelijke waarden belegd in zijn pensioenvennootschap. Na de beursmalaise in 2001 werden er zo aanzienlijke verliezen geleden. Een analyse van uitspraken van de Klachtencommissie DSI over de jaren 1998 tot en met 2004 leert dat klagers in toenemende mate, al dan niet ex post, stellen dat het belegde vermogen was bedoeld voor pensioen.

De financiële instellingen hebben vervolgens getracht met het hanteren van het voorzichtigheidsbeginsel toekomstige schade te beperken. Veel beleggingsdeskundigen worden zodoende in de praktijk door hun werkgever verplicht om pensioenvermogen voorzichtig te behandelen. Er mag vaak slechts (zeer) beperkt in zakelijke waarden worden belegd. Deze voorzichtige benadering blijkt eveneens uit een empirisch onderzoek onder 209 beleggingsadviseurs, werkzaam bij 24 financiële instellingen in Neder-

land.<sup>7</sup> Hierbij is een verdeling gemaakt tussen kleine financiële instellingen (maximaal 10 DSI-geregistreerde beleggingsadviseurs in dienst), middelgrote (tot en met 50) en grote (meer dan 50). Beleggingsadviseurs van de grote instellingen bleken het significant vaker eens te zijn met de stelling 'Het pensioenvermogen kan het beste defensief, zo veel mogelijk in obligaties, worden belegd': de helft van hen was het hiermee eens en 16,7% was het er zelfs zeer mee eens. Adviseurs van de kleine instellingen keken daar heel anders tegenaan: van hen stond 30,8% er neutraal tegenover, terwijl 12,3% het er geheel mee oneens was. Alle percentages zijn significant.

#### ■ RELEVANTE JURISPRUDENTIE

Veel financiële instellingen zijn nog steeds zoekende naar een passende omschrijving van het begrip solide beleggen. Zo worden nog steeds (gedateerde) uitspraken van de Klachtencommissie DSI of jurisprudentie van de burgerlijke rechter aangevoerd om overwegend in vastrentende waarden te beleggen. Bij een analyse van de jurisprudentie en uitspraken blijkt de definitie van het begrip solide echter sterk afhankelijk te zijn van de omstandigheden van het geval. Met andere woorden, aspecten als dekingsgraad van de beleggingen versus de fiscale aanspraak, de leeftijd van de dga en zijn beleggingshorizon spelen bij de beoordeling van een klacht een belangrijke rol. Hierna volgt een overzicht van relevante jurisprudentie over het beleggen in een pensioen-BV, onderverdeeld naar drie thema's: onderzoeksplicht, advies- en informatieplicht en beleggingstechnische vraagstukken.

#### Onderzoeksplicht

Uit enkele uitspraken van de Klachtencommissie DSI blijkt dat er op een financiële onderneming een (zware) onderzoeksplicht rust als het gaat om een pensioenvennootschap. Relevante informatie als pensioenverplichtingen, doelstelling en de actuele financiële positie dient te worden opgemaakt met behulp van het bestuderen van statuten en jaarrekeningen. Zo valt in uitspraak KC DSI 03-78 te lezen: 'Van de verweerder had mogen worden verwacht dat hij zich voorafgaand aan het sluiten van een overeenkomst tot vermogensbeheer door inzage van de statuten en van recente jaarrekeningen op de hoogte had gesteld van de doelstelling en de financiële positie van de desbetreffende vennootschappen (...) Uit deze bescheiden had verweerder onder meer kunnen afleiden dat de BV pensioenverplichtingen had.' Hof Den Bosch verbindt aan het zorgvuldig voldoen aan de onderzoeksplicht vergaande consequenties. Zo valt te lezen in deze uitspraak van 11/5/2001 'dat het vermogen tot een waarde van circa f 1.000.000 pensioen betrof, dat bij voorkeur safe belegd diende te worden en dat het overige vermogen geen pensioenkapitaal betrof en actiever mocht worden belegd'.

6 Zie hiervoor Pensioen Magazine nr. 12, 2007, waarin een special over deze zorgplicht.

7 Zie het proefschrift van A.J.C.C.M. Loonen, 'Een kwestie van vertrouwen'. Kerckebosch 2006.

Een uitspraak van recentere datum van hetzelfde hof (02/06/2006) stelt dat de onderzoeksplicht van een financiële onderneming ook ergens stopt. Zo is te lezen: 'Aan het voorgaande kan worden toegevoegd dat [medewerker] heeft verklaard dat hij aan [appellant] heeft voorgesteld om een financiële planning te maken en dat hij meermalen aan [appellant] en diens belastingadviseur om financiële gegevens heeft gevraagd, maar ze niet heeft gekregen. [appellant] erkent dat [medewerker] heeft gevraagd of het zinvol zou zijn om contact op te nemen met de belastingadviseur van [appellant]. (...) Naar het oordeel van het hof kan onder deze omstandigheden niet gezegd worden dat [gedaagde] onzorgvuldig gehandeld heeft door niet eigener beweging het beleggingsprofiel van [appellant] aan te passen en af te stemmen op minder riskante beleggingen.'

### Informatieplicht

Binnen de relatie waar pensioenkapitaal wordt belegd, rust er op een beleggingsdeskundige ten aanzien van een particuliere belegger (of dga) in beginsel een bijzondere of verzwaarde zorgplicht. Dit omdat de eventuele financiële afhankelijkheid van deze middelen zeer groot kan zijn en het derhalve een concreet beleggingsdoel betreft, namelijk inkomen op termijn. Dat beleggingen in zakelijke waarden hier uitstekend dienst kunnen doen, zal verderop blijken. Uit uitspraak KC DSI 03-201 blijkt evenwel dat er nadrukkelijk moet worden gewaarschuwd voor de risico's van het beleggen in zakelijke waarden. Ook moeten de kosten die de beleggingshandelingen met zich meebrengen, bij de cliënt zo volledig mogelijk over het voetlicht worden gebracht.

### Beleggingsvraagstukken

Een bron van onduidelijkheid blijkt de wijze waarop mag worden belegd in een pensioen-BV. Met name de vraag of, en zo ja, in welke mate er in zakelijke waarden mag worden belegd, blijkt moeilijk te beantwoorden. Toch geeft de jurisprudentie hierover de nodige duidelijkheid. In uitspraak KC DSI 01-225 wordt het begrip solide nader gedefinieerd; daartoe moet zodanig zijn belegd 'dat een redelijke zekerheid zou bestaan dat klaagster de toekomstige pensioenuitkeringen zou kunnen voldoen en dat derhalve minimaal de actuariële rente uit de opbrengsten had kunnen worden bestreden'. Dat bij het beleggen in een pensioenvennootschap geen speculatieve optieposities horen, blijkt uit uitspraak KC DSI 03-111: 'Bij het beleggen van pensioengelden passen geen risicovolle (optie)posities.'

Zoals gezegd is de mate waarin in zakelijke waarden mag worden belegd, afhankelijk van de omstandigheden van het geval. In uitspraak KC DSI 03-201 is zo'n omstandigheid nader beschreven: 'Vaststaat dat het verweerder duidelijk is geweest dat het in beheer te nemen vermogen een pensioendoelstelling kende, met dien verstande dat die bestemming niet het gehele vermogen betrof, dat de pensioenuitkeringen na acht jaar zouden moeten aanvangen terwijl

de beleggingshorizon op negentien jaar gesteld kon worden (op basis van verwachtingsleeftijd) en klaagster over andere pensioenvoorzieningen beschikte.' Met andere woorden, de omstandigheid dat er aanvullende pensioenvoorzieningen waren getroffen, was reden om een aanzienlijk percentage zakelijke waarden toe te staan. In dezelfde uitspraak is te lezen dat er door de beleggingshorizon geen reden was om het percentage zakelijke waarden verder te verlagen: 'Gelet op de beleggingshorizon en de tijd die nog zou verstrijken alvorens pensioenuitkeringen aan het vermogen dienden te worden onttrokken, kan niet worden gezegd dat verweerder dwingende redenen had om gezien de koersdalingen de belegging in zakelijke waarden te staken of te verminderen, en te vervangen door belegging in vastrentende waarden.' Eveneens in uitspraak KC DSI 03-201 blijkt het belang van het categoriseren van vermogen in een pensioen-BV. Hiermee wordt bedoeld dat bepaalde beleggingen buiten de effectenportefeuille in specifieke omstandigheden, (ex ante) mogen worden beschouwd als eersteklas beleggingen. Zo blijkt uit deze uitspraak: 'In het beleggingsvoorstel is meegenomen dat een verstrekte lening uit de BV voor aankoop van onroerend goed mocht worden beschouwd als belegging in vastrentende waarden. De Klachtencommissie acht dit niet onaannemelijk.' In uitspraak KC DSI 04-29 is te lezen dat de beleggingshorizon – hier de leeftijd van de pensioengerechtigde – van groot belang is voor de asset mix: 'De Commissie is van oordeel dat het percentage aandelen in een stamrecht-BV in de gegeven omstandigheden (leeftijd klager en pensioenvoorzieningen elders) niet hoger zou mogen liggen dan 50.'

Dat een percentage van 50 niet de bovengrens vormt, blijkt uit de volgende uitspraken. In een tussenvonnis oordeelde Rechtbank Rotterdam als volgt: 'Omdat het voor de bank kenbaar was dat het om pensioengelden ging en mede in aanmerking genomen de overige omstandigheden van het geval, had de bank niet zonder uitdrukkelijke machtiging van eisers meer dan 55% van de beide betrokkenen in beheer gegeven vermogens in aandelen mogen beleggen. Een dergelijk – in de woorden van het risicoprofiel – (meer) agressieve belegging in meer dan 55% in aandelen past immers niet bij pensioengelden van iemand van de leeftijd van eiser.'<sup>8</sup> Een hoger percentage zakelijke waarden wordt genoemd in uitspraak KC DSI 04-112: 'Gebleken is dat klager bereid was een zekere mate van risico te accepteren om kans te maken op een hoger rendement. Indien verweerder klagers portefeuille had samengesteld overeenkomstig de wensen en (pensioen)behoeften van klager, had hij naar het oordeel van de Commissie voor maximaal 60% van het totale vermogen in aandelen mogen beleggen'. Hof Amsterdam ging nog veel verder: 'Een volledige belegging van het vermogen in aandelen, mits voldoende gespreid, is met deze

8 Rechtbank Rotterdam, zaak Rujo Pensioen BV/ Fortis Bank NV, 18 juli 2002.

doelstelling en beleggingshorizon niet zonder meer onverenigbaar.<sup>9</sup>

### ■ DE ROL VAN ASSET LIABILITY MANAGEMENT (ALM)

Binnen de financiële sector lijkt de gedachte dat pensioenvermogen automatisch defensief moet worden belegd, dogmatische vormen aan te nemen. Deze redenering, die sterk is ingegeven door de angst voor juridische aansprakelijkheid, kent in de praktijk nauwelijks een economische grondslag. Terwijl jurisprudentie leert dat in meer of mindere mate risicovol beleggen allerm minst uitgesloten hoeft te zijn. Met ALM-technieken kan een, vaak op fiscale grondslagen gebaseerde, pensioenverplichting worden afgestemd op de werkelijkheid van beschikbare en benodigde middelen. Ook kan een dga uitstekend inzien wat de implicaties zijn van een te agressief of juist te defensief beleggingsbeleid van de pensioenpremies. Door regelmatig een ALM-studie te verrichten, kan tijdig worden gesignaleerd of het ambitieniveau van de pensioenvoorziening moet worden bijgesteld en worden teleurstellingen achteraf voorkomen. Zo wordt inzichtelijk gemaakt waarom bepaalde risico's moeten worden genomen om het beleggingsdoel te realiseren. Centraal binnen de advisering zou dan ook niet de angst voor een claim moeten staan, maar de economische benadering van een economisch probleem.

Laten we eens kijken hoe een en ander verloopt. Hieronder staan de resultaten van een beleggingsstrategie als de dga uit het eerste voorbeeld alleen de fiscale koopsom belegt. Deze fiscale dotaties zijn stijgende koopsommen, gebaseerd op een vaste rekenrente van 4% en de meest recente overlevingstafel GBM/GBV 2000-2005.

#### inkomensdoelstelling

	verwacht eindvermogen	kans op halen doelstelling	voldaan aan doelstelling t/m
spaarrekening	€ 31.637	53,3%	2045
zeer defensief	€ 241.681	79,6%	2047
defensief	€ 544.845	94,2%	2050
neutraal	€ 971.534	90,8%	2050
offensief	€ 1.568.321	86,2%	2047
zeer offensief	€ 2.399.243	81,2%	2045

#### vermogensdoelstelling

	kans halen	goed scenario	verwacht	slecht scenario
spaarrekening	11,2%	€ 489.898	€ 31.637	€ 0
zeer defensief	22,2%	€ 692.914	€ 241.681	€ 0
defensief	50,1%	€ 1.166.172	€ 544.845	€ 60.118
neutraal	64,3%	€ 2.188.408	€ 971.534	€ 13.237
offensief	68,3%	€ 3.754.881	€ 1.568.321	€ 0
zeer offensief	65,5%	€ 5.760.217	€ 2.399.243	€ 0

De ALM-analyse biedt inzicht in de haalbaarheid van zowel de inkomens- als de vermogensdoelstelling van de dga. Onder de inkomensdoelstelling wordt verstaan het levenslange pensioenrecht dat de vennootschap aan de dga, en bij diens overlijden, aan zijn partner moet uitkeren. In de vermogensdoelstelling wordt het langlevensrisico gekwantificeerd. Het resultaat wordt uitgedrukt in een percentage, waarbij voor de inkomensdoelstelling geldt dat deze voor ten minste 90% haalbaar moet zijn. Als er meerdere beleggingsstrategieën zijn die voldoen aan die haalbaarheidskansen, prevaleert de strategie met het hoogste verwachte eindvermogen. In bovenstaande analyse ligt de optimale strategie in een 'neutraal profiel', dat wil zeggen, een asset mix bestaande uit 50% aandelen en 50% obligaties. De kans op het kunnen voldoen aan de vermogensdoelstelling ligt echter op slechts 64,3%.

Vervolgens volgt hieronder een analyse als dezelfde dga de in voorbeeld 4 berekende periodieke inleg van € 13.000 belegt.

#### inkomensdoelstelling

	verwacht eindvermogen	kans op halen doelstelling	voldaan aan doelstelling t/m
spaarrekening	€ 435.997	90,0%	2050
zeer defensief	€ 819.805	99,0%	2050
defensief	€ 1.377.920	99,0%	2050
neutraal	€ 2.168.384	99,0%	2050
offensief	€ 3.283.180	96,8%	2050
zeer offensief	€ 4.850.318	90,8%	2050

#### vermogensdoelstelling

	kans halen	goed scenario	verwacht	slecht scenario
spaarrekening	47,1%	€ 1.233.806	€ 435.997	€ 9.440
zeer defensief	76,6%	€ 1.625.030	€ 819.805	€ 248.609
defensief	93,0%	€ 2.497.276	€ 1.377.920	€ 518.479
neutraal	89,6%	€ 4.379.204	€ 2.168.384	€ 434.182
offensief	85,2%	€ 7.352.461	€ 3.283.180	€ 254.882
zeer offensief	80,2%	€ 11.241.821	€ 4.850.318	€ 41.967

Anders dan bij de ALM-analyse op basis van de fiscale koopsommen liggen de haalbaarheidskansen in deze analyse significant hoger. Niet alleen ligt de haalbaarheid van de inkomensdoelstelling in alle strategieën boven de 90%, ook de afdekking van het langlevensrisico, uitgedrukt in de haalbaarheid van de vermogensdoelstelling, ligt hoger, namelijk op 80,2% bij de strategie met het hoogste verwachte eindvermogen.

Het verschil tussen beide analyses is evident. Door zich slechts te baseren op fiscale dotaties ligt de haalbaarheid van de langlevendoelstelling fors lager. Om

9. Hof Amsterdam, 12 mei 2005, JOR 2005-156.

ieder risico op een neerwaarts resultaat te vermijden, kent de optimale beleggingsstrategie een risicomijdender profiel. Andersom redenerend: met het centraal stellen van het langlevensrisico in de beleggingsstrategie, is een inleg benodigd die hoger is dan de fiscale koopsommen. Daarmee wordt de haalbaarheid van de inkomensdoelstelling verhoogd en is het tevens mogelijk, en in bepaalde gevallen noodzakelijk, om conform een risicovoller profiel te beleggen.

## Enkele aanbevelingen

Onder de nadrukkelijke premisse dat het afhankelijk is van de omstandigheden van het geval, is aan de jurisprudentie een aantal handvatten voor de adviespraktijk te ontleen:

- doe zorgvuldig onderzoek naar de financiële en juridische positie van een pensioen-BV. Hiertoe zijn statuten, jaarcijfers, uittreksel Kamer van Koophandel, pensioenbrief en eventuele actuariële berekeningen onontbeerlijk. Baseer op deze gegevens een beleggingsadvies of beheerbeleid;
- bij de analyse van de jaarcijfers kan, in overleg met de dga, worden vastgesteld of bepaalde vermogensbestanddelen – zoals een hypothecaire geldlening verstrekt vanuit de BV aan de dga in privé – kunnen worden beschouwd als bijvoorbeeld vastrentende waarden. Evengoed is het denkbaar dat een belegging van de pensioen-BV in een andere BV kan worden aangemerkt als een belegging in zakelijke waarden;
- door een zorgvuldige analyse van de financiële situatie van de pensioen-BV kan er een situatie ontstaan waarbij niet het gehele vermogen in de BV benodigd is om de pensioenverplichting (inclusief indexatie) te dekken. Ingeval van een (zeer) ruime dekkingsgraad kan dit vrije vermogen risicovoller worden belegd of zelfs naar privé worden gehaald met behulp van een dividenduitkering;
- er mag niet in risicovolle (optie)posities worden gehandeld. Dit betekent niet dat het – tijdelijk – verzekeren van risico's (hedging) niet is toegestaan. Bijvoorbeeld het aanschaffen van putopties kan uitstekend passen in een voorzichtig en zorgvuldig geformuleerd beleggingsbeleid;
- leg in beginsel geen beperking op in de mate waarin in zakelijke waarden mag worden belegd. Omstandigheden van het geval – zoals de leeftijd van de pensioengerechtigde, de beleggingshorizon, de aanwezigheid van andere vermogensbestanddelen in de BV, de dekking van het langlevensrisico – dienen maatgevend te zijn voor een maximum;
- breng een beleggingsadvies zo veel mogelijk schriftelijk uit. Geef hier inzicht in de risico's van het geadviseerde beleggingsbeleid. Zo dient er aandacht te zijn voor kortetermijn-, alsook voor langetermijnrisico's.

## CONCLUSIE

De dga die zijn pensioen niet ziet als slechts een fiscaal instrument om daarmee belastinguitstel te realiseren, zal zich de vraag moeten stellen hoe hij zijn pensioen gaat inrichten. Hierbij komen onherroepelijk vragen voorbij over de zekerheid waarmee hij het langlevensrisico wil afdekken en de mate waarin hij daarbij beleggingsrisico wil lopen. Deze niet-fiscale verplichtingen drukken immers bij het pensioen in eigen beheer op de vennootschap, en komen niet tot uitdrukking in de fiscale voorzieningen die worden getroffen. Een goede beleggingsstrategie, gebaseerd op bedrijfseconomische uitgangspunten en afgestemd op de ontwikkeling van de niet-fiscale pensioenverplichting, biedt de dga zicht op het realiseren van zijn inkomens- en vermogensdoelstelling.

Volstreekte zekerheid kan alleen worden bereikt door het afwentelen van genoemde risico's op een pensioenverzekeraar. De keerzijde daarvan, te weten het gemis aan rendement en het emotionele aspect van het overdragen van vermogen naar een pensioenverzekeraar, wegen daarbij zwaar mee. In de sfeer van beleggingsadvisering en vermogensbeheer wordt vaak de nadruk gelegd op de kortetermijnbeleggingsrisico's, terwijl de pensioenhaalbaarheidsrisico's op de lange termijn nauwelijks worden belicht. Dit kan resulteren in (te) defensieve beleggingen, die uiteindelijk zware consequenties kunnen hebben voor het geïndexeerde pensioen op langere termijn. Het zorgvuldig informeren van de cliënt over zowel de kortetermijn- als de langetermijnrisico's is een onderdeel van de zorgplicht van de beleggingsdeskundige. ●