

Beleggen van vermogen in een pensioen-BV

Pensioenvermogen moet defensief belegd worden. Althans, in de praktijk zal een beleggingsdeskundige deze lijn volgen. De argumentatie hiervoor is lang niet altijd financieel-economisch van aard, maar is veelal gebaseerd op een juridisch voorzichtigheidsbeginsel, waarmee de aansprakelijkheid die kan voortvloeien uit het adviseren van te risicovolle beleggingen of risicovol vermogensbeheer wordt bedoeld. Veel klachten hebben dan ook betrekking op het overmatig beleggen van pensioengeld in (ICT)-aandelen, derivaten of in een combinatie hiervan. Ook werden hefboomconstructies opgezet, waarbij een lening vanuit de vennootschap aan de directeur-grootaandeelhouder in privé werd verstrekt. De gevolgen bleken nogal eens desastreus. Een slecht beursklimaat bracht het pensioenkapitaal in gevaar en zo direct de dekkinggraad van het pensioen. Dit leidde niet alleen tot sociaal-economische problemen, maar ook tot een fiscaal probleem. De fiscale reservering had immers al plaatsgevonden en de fiscus zou bij uitkering haar deel opeisen.

In dit artikel zal ik nader ingaan op het begrip 'pensioen', en op de relevante jurisprudentie omtrent het beleggen van vermogen dat bedoeld is voor pensioenvermogen in een pensioen-BV. Tevens zal ik beargumenteren waarom ik van mening ben dat het handelen vanuit het juridisch voorzichtigheidsbeginsel niet altijd noodzakelijk en wenselijk is.

Het begrip 'pensioen'

Volgens de Pensioen- & Verzekeringkamer (PVK) kan het begrip 'pensioen' voor toepassing van de Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) worden omschreven als "een periodieke en gelijkmatige uitkering die ingaat na beëindiging van een dienstverband wegens het bereiken van een bepaalde leeftijd, het overlijden of arbeidsongeschiktheid". Deze uitkering kan alleen geschieden indien er kapitaal ter beschikking is. Dit kapitaal kan worden opgebouwd doordat er periodiek winst wordt gereserveerd. Zo kan de directeur-grootaandeelhouder (dga) van een vennootschap als enige werknemer met toestemming van de fiscus pensioenvermogen opbouwen binnen de eigen onderneming. De Wet fiscale behandeling van pensioenen is per 1 juni 2004 ook op alle pensioen-BV's van kracht waardoor een dga per dienstjaar tot 2% voor een eindloonregeling en 2,25% voor een middelloonregeling mag reserveren. Dit kan via een verzekeringsmaatschappij of in eigen beheer gebeuren. In het laatste geval heeft de (pensioen)-BV dan het beleggen van het tegenover de

pensioenverplichting aangehouden vermogen als functie. Deze beleggingsperiode kan de opbouwfase genoemd worden. Na deze opbouwfase wordt het pensioen vervolgens conform de pensioenovereenkomst uitgekeerd aan de pensioengerechtigde of nabestaanden, hetgeen de uitkeringsfase kan worden genoemd.

Blijkt er een tekort te zijn in het opbouwen van een volwaardig pensioen, dan kan dit door middel van additionele pensioenpremies of lijfrentepolissen worden aangevuld. Hiervoor zijn eveneens fiscale voorzieningen getroffen. In de praktijk blijkt het begrip 'pensioen' regelmatig een containerbegrip. Vermogen dat wordt opgebouwd om op pensioendatum als aanvulling te dienen voor het besteedbaar inkomen of het doen van bijzondere uitgaven, wordt al zodanig ook (ex post) als pensioen beschouwd. Alhoewel dit praktisch gezien juist is, beperk ik mij in dit artikel tot de pensioenregelingen die fiscaal gefaciliteerd zijn.

Wettelijk kader

Welke wettelijke kaders dienen er te worden aangehouden als het gaat om het beleggen van het kapitaal in de pensioen-BV? Specifieke wettelijke normen voor dergelijke beleggingen ontbreken. Wel zijn er normen voor het beleggen van pensioenvermogen die zich voor overeenkomstige toepassing lenen. Ten aanzien van het invullen van de effectenportefeuille van de pensioen-BV zou bijvoorbeeld

beeld de PSW als richtlijn gebruikt kunnen worden. Hierbij zij opgemerkt dat de PSW als zodanig alleen van toepassing is op professionele pensioenverzekeraars en pensioenfondsen. Dat deze laatste twee instellingen op enkele onderdelen wezenlijk afwijken van de pensioen-BV dient hierbij in ogenschouw te worden genomen. Artikel 9b lid 1 PSW stelt "Belegging van de daartoe beschikbare gelden van een pensioen- of spaarfonds moet op solide wijze geschieden". Wat hier met 'solide' wordt bedoeld is niet geheel duidelijk. De PVK geeft in haar studie 8 van februari 2000 nadere invulling aan de norm 'solide': "Op solide wijze beleggen betekent primair een degelijke, heldere en consistente onderbouwing van het gehele beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een professionele en strakke organisatie en controle".

Relevante uitspraken en jurisprudentie

Alleen op basis van de wet- en regelgeving blijft het begrip 'solide' toch nog te abstract. Uitspraken van de Klachtencommissie DSI en de burgerlijke rechter trachten deze open norm nader in te vullen. Uit uitspraak KCD 01-225 kan worden opgemaakt dat 'solide' in de omstandigheid van het geval betekende dat de vermogensbeheerder: "... zodanig had 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". In enkele zaken wordt een duidelijke norm geformuleerd voor de aan te houden asset mix. Zo stelt de Commissie in haar uitspraak 00-321: "dat van de vermogensbeheerder had mogen worden verwacht dat hij het vermogen van de pensioenvennootschap vanaf de aanvang van het beheer, begin 1997, zodanig had belegd dat een redelijke zekerheid zou bestaan dat de pensioenvennootschap de toekomstige pensioenuitkeringen zou kunnen voldoen. Daartoe zou ten minste de actuariële rente uit de opbrengsten moeten kunnen worden vergoed". En in uitspraak KCD 03-78: "Op grond van de pensioendoelstelling van Trading BV had verweerder het vermogen niet geheel in aandelen doch voor tenminste 50% rentedragend moeten beleggen". Uitspraak KCD 04-29 leert: "De Commissie is van oordeel dat het percentage aandelen in een BV in de gegeven omstandigheden (leeftijd klager en pensioenvoorzieningen elders) niet hoger zou mogen liggen dan 50". In de zaak Rujo BV/Fortis Bank oordeelt de Rechtbank Rotterdam in een (tussen)vonnis: "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 dergelijke, 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". Uit uitspraak KCD 03-111 blijkt dat in de omstandigheid een bepaald beleggingsinstrument niet paste: "Bij het beleggen van pensioengelden passen geen risicovolle (optie)posities".

Invullen van de zorgplicht

Behoudens de daadwerkelijke invulling van de portefeuille, is er de zorgplicht van de effectendeskundige. Zo is de algemene regel voor de zorgplicht van een opdrachtnemer te vinden in art. 7:401 BW: "De opdrachtnemer moet bij zijn werkzaam-



heden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht nemen". Een specifieke invulling van dit goed opdrachtnemerschap moet gezocht worden in art. 24, lid b, Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995): "... in het belang van haar cliënten kennis neemt van hun financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs van belang is met het oog op het verrichten van haar diensten ...". En in artikel 28 lid 1 Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002 (NR 2002), ook wel bekend als het know your customer-

beginsel: "Een effecteninstelling wint in het belang van haar cliënten informatie in betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggingen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effecteninstelling te verrichten diensten. De effecteninstelling legt deze informatie schriftelijk dan wel elektronisch vast." Hoe moet artikel 28 lid 1 NR 2002 worden geïnterpreteerd als het gaat om de pensioen-BV en rust er op de effectenspecialist een bijzondere zorgplicht als het gaat om pensioenvermogen? Dit is niet eenduidig te beantwoorden en is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Zo speelt deskundigheid, inkomen en vermogenspositie van de dga, op wiens initiatief orders worden doorgevoerd, en naleving van eventuele margin-verplichtingen een grote rol. De Klachtencommissie DSI wijst de financiële instelling steeds nadrukkelijker op haar onderzoeksverplichting (in artikel 28 lid 1 NR 2002 'inwinnen' genaamd) die voortvloeit uit de opgelegde (verzwaarde) zorgplicht. In uitspraak KCD 03-78 stelt zij: "Van de verweerder had mogen worden verwacht dat hij zich voorafgaand aan het sluiten van een overeenkomst tot vermogenbeheer 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 de bescheiden had verweerder onder meer kunnen afleiden dat Trading BV pensioenverplichtingen

had ten bedrage van circa € 375.000". En in uitspraak 03-78 stelt de Klachtencommissie: "Uit deze bescheiden (statuten en recente jaarrekeningen, TL.) had verweerder onder meer kunnen afleiden dat BV pensioenverplichtingen had ...". Het verzaken van de onderzoeksverplichting leidt frequenter tot aansprakelijkheid van de instelling. In uitspraak KCD 03-111: "Aan verweerder valt te verwijten dat hij onvoldoende aandacht heeft besteed aan de hoogte van de pensioenverplichtingen die op de klaagster drukken en die uit de jaarrekening blijken". De onderzoeksverplichting brengt een verzwaarde verantwoordelijkheid met zich mee. Immers, er kan niet worden gesteld dat het vaststellen van pensioenaanspraak een eenmalige exercitie is. Met een zekere regelmaat zal door de beleggingsdeskundige moeten worden vastgesteld of het doelvermogen nog haalbaar is, of de dga een andere pensioenaanspraak heeft verkregen en of er veranderingen zijn opgetreden ten aanzien van het nabestaandenpensioen. De dga dient hierbij gewezen te worden op diens plicht dergelijke informatie te verstrekken.

Daarbij zijn nog andere vragen onbeantwoord gebleven. Hoe moet bijvoorbeeld het geld belegd worden dat de dga privé heeft onttrokken aan zijn pensioen-BV via een rekening-courantfaciliteit? Moet dit vermogen dat nu in privé belegd wordt beschouwd worden als pensioenvermogen? Indien eenduidig is vastgesteld dat het hier overwaarde betreft, dan zal dit

niet nodig zijn. Blijkt het echter kapitaal te zijn dat benodigd is om aan de dekkingsgraad van de pensioenaanspraak te kunnen voldoen, dan is een dergelijke benadering wel noodzakelijk. Vraag hierbij is of deze lening een zogenaamde 'blanco' of 'ongedekte' lening mag zijn of dat er een hypothecaire zekerheid moet zijn gesteld. Wil de vergelijking opgaan met een obligatie zoals verwoord in uitspraak KCD 03-201, dan lijkt mij een dergelijke zekerheid essentieel. Een dergelijke opstelling legt een additionele druk op de inventarisatie- en onderzoeksplicht van de beleggingsdeskundige conform art. 28 lid 1 NR 2002.

Wordt door de beleggingsdeskundige vastgesteld dat elders (buiten de financiële instelling) aanvullende pensioenvoorzieningen getroffen zijn, dan is het de vraag of en met welke frequentie de status van deze externe voorzieningen moet worden getoetst. Ik verwijs in dit verband naar uitspraak KCD 03-123 waarin wordt geoordeeld: "Van de door klagers ter zitting gedane mededeling dat hun portefeuille bij verweerder deel uitmaakt van een geheel van beleggingen in andere vorm, die niet via verweerder worden beheerd kon verweerder geen kennis hebben". Ik ben van mening dat deze situatie anders is in die gevallen dat nadrukkelijk schriftelijk opdracht is gegeven om rekening te houden met beleggingen ondergebracht bij derden. Er zou dan wel afgegaan mogen worden op informatie verkregen van de dga.

Een andere situatie is die waarbij een beleggingsdeskundige bij het voldoen van zijn onderzoeksplicht constateert dat de werkmaatschappij waaraan geld vanuit de pensioen-BV is verstrekt, verlieslatend is, zodat het pensioenvermogen in gevaar kan komen. Rust er op de beleggingsdeskundige een waarschuwingsplicht? Wat in de gevallen dat een beleggingsdeskundige constateert dat de pensioen-BV te risicovol belegt in aandelen van de werkmaatschappij? Conform de PSW mag een ondernemingspensioenfonds immers maximaal vijf procent van zijn activa in de werkgever beleggen. Rust er hiertoe een waarschuwingsplicht op de beleggingsdeskundige of komt deze dan teveel op het terrein van de (register)accountant? Vragen uit de praktijk die antwoord behoeven.

Brengt de onderzoeksplicht alleen lasten (aanvullende aansprakelijkheid) met zich mee? Niet geheel. Juist het adequaat voldoen aan de onderzoeksplicht, kan ertoe bijdragen dat de aansprakelijkheid bij beleggingsschade tot een minimum beperkt wordt. In uitspraak 03-201 overweegt de Commissie: "...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 de klaagster over

andere pensioenvoorzieningen beschikte ...". In uitspraak KCD 03-201 blijkt eveneens een situatie waarbij de betrokken instelling afdoende onderzoek heeft verricht naar de balans van de pensioenvennootschap en de bevindingen verwoord in het beleggingsvoorstel: "Verweerder heeft gesteld dat bij het beleggingsvoorstel onder meer tot uitgangspunt is genomen dat een door klaagster voorziene onttrekking aan het vermogen van ongeveer f 200.000,-, als lening ter financiering van onroerend goed, ten opzichte van de vennootschap aangemerkt diende te worden als onderdeel van de beleggingen in vastrentende waarden. De Commissie ziet geen aanleiding deze stelling als onaannemelijk van de hand te wijzen".

Afgezien van het vrijwaren van de juridische aansprakelijkheid van de financiële instelling, heeft de onderzoeksverplichting nog een ander voordeel. Indien wordt vastgesteld dat het aanwezige kapitaal geëxtrapoleerd (eventueel inclusief actuariële rente) ten opzichte van de pensioendatum afdoende is voor het benodigde pensioenkapitaal, kan met de overwaarde risicovoller belegd worden. In het arrest van 20/1/2003 volgt het Hof te 's-Hertogenbosch de uitspraak van Rechtbank te 's-Hertogenbosch van 11/5/2001 (JOR 2002, 167): "... dat het vermogen tot een waarde van circa fl.1.000.000 pensioenkapitaal betrof, dat bij voorkeur safe belegd diende te worden en dat het overige vermogen geen pen-

sioenkapitaal betrof en actiever mocht worden belegd". Ook indien voor de beleggingsdeskundige is komen vast te staan dat meerdere pensioenvoorzieningen (elders) getroffen zijn, kan dit van invloed zijn op de asset mix in de effectenportefeuille die wordt aangehouden bij de instelling (zie ook uitspraak KCD 03-201). Uitgangspunt is echter dat binnen de vennootschap de pensioenverplichting als zodanig gedekt moet zijn.

Een vaststelling van deze overwaarde kan met behulp van een Asset Liability Management of ALM-studie gebeuren. De doelstellingen van een pensioenvennootschap worden beïnvloed door het strategische beleid, door allerlei economische ontwikkelingen en door actuariële risicofactoren. Een ALM-studie verschaft inzicht in dergelijke aspecten. Op basis van dat inzicht kan een onderbouwde afweging gemaakt worden tussen risico en rendement. In een ALM-studie dienen eveneens de pensioenregeling, het indexatiebeleid en de financieringsafspraken betrokken te worden. Bij de vaststelling van een overwaarde zou rekening moeten worden gehouden met een afdoende vermogensbuffer om verliezen op te vangen zonder zware herschikking van de portefeuille. Ter vaststelling van deze overwaarde dient een defensief beleggingsbeleid als uitgangspunt te dienen, waarbij de beleggingen een lage standaarddeviatie kennen. Afhankelijk van de leeftijd van de pensioengerechtigde in combinatie met de aanwezige

dekkingsgraad van het pensioenvermogen kan dan besloten worden tot het nemen van meer of minder risico.

Enkele aanbevelingen

Er zijn enkele aanbevelingen te geven aan de beleggingsdeskundige voor het omgaan met pensioenvermogen binnen een pensioenvennootschap:

- Er dient met nadruk aandacht te worden besteed aan het aanwezig zijn van pensioendoelstelling bij de intake en bij voorkeur in het jaarlijkse revisiegesprek. Daarbij dient uitvoerig onderzoek te worden gedaan naar het

pensioenvermogen. Verzoek hierbij om kopieën van de statuten, jaarcijfers van de vennootschap, uittreksel Kamer van Koophandel en de pensioenbrief. Ook de aard van het uiteindelijke pensioen (overbrugging of levenslang) is hierbij relevant.

- Stel een schriftelijk beleggingsadvies op. Verwoord hier duidelijk de doelstellingen en bevindingen ten aanzien van het pensioenvermogen. Onderdeel van dit advies is het risicoprofiel en het te volgen beleggingsbeleid. Dit bij voorkeur op basis van een uitvoerige ALM-studie.

- Het is dan ook deze ALM-expertise waardoor het naar mijn mening onwenselijk is om pensioenvermogen geheel zelfstandig door de dga te laten beleggen via de zogenaamde 'execution-only'-kanalen zoals internetbrokers. Immers, de sociaal-economische implicaties van het verliezen van pensioenkapitaal zijn groot.
- In eerste aanleg dient pensioenvermogen voorzichtig belegd te worden. Op zowel het niveau van de asset mix als asset allocatie is diversificatie onder de verschillende beleggingscategorieën van belang. Daarin passen ook de zogenaamde alternatieve beleggingsvormen, zoals hedge-fondsen, private equity beleggingen of grondstoffen. Zodoende kunnen beleggingsrisico's op enige mate ingeperkt worden. Naar gelang de beleggingshorizon langer is (bijvoorbeeld in de opbouwfase van het pensioen), dient er ruimte te blijven voor een (beperkt) bestanddeel aandelen. Immers, het rendement op aandelen is op de langere termijn hoger dan op vastrentende waarden. De initiatieven om de facto de belangen in aandelen te reduceren zouden er toe kunnen leiden dat premies zouden moeten worden verhoogd (hetgeen wettelijk niet zomaar toegestaan is) of dat regelingen worden versoerd. Is de beleggingshorizon kort, bijvoorbeeld in de uitkeringsfase, dan is er geen ruimte voor risicovolle beleggingen. Ook al wordt vastgesteld dat elders een solide pensioenvermogen wordt opgebouwd, dan blijft de ver-

plichting om de pensioendoelstelling van de vennootschap conform de pensioenbrief na te streven. Is echter aantoonbaar sprake van 'overwaarde', dan zou dit bij voorkeur gesepareerd moeten worden van het feitelijke pensioenvermogen. Voor dit vermogen is een eigen risicoprofiel (portefeuilleprofiel) van toepassing.

- In die gevallen waarin een dga naar de mening van de beleggingsdeskundige, onverantwoord beleggingsrisico wil blijven lopen, zal deze laatste (bij voorkeur) schriftelijk moeten worden gewaarschuwd. Wordt dit verzuimd, dan kan dit in belangrijke mate tot aansprakelijkheid van de instelling leiden voor de ontstane schade die door de verwezenlijking van die risico's zijn ontstaan. Het investeren in opties, futures of hybride producten zou ten sterkste moeten worden afgeraden, tenzij deze dienen ter bescherming tegen een waardedaling van de effecten. In die gevallen dat er naar inzicht van de beleggingsdeskundige te agressief belegd wordt, zou in het uiterste geval de beleggingsopdracht teruggegeven moeten worden aan de cliënt. De jurisprudentie op dit punt is evenwel niet geheel duidelijk en een (schriftelijke?) machtiging van de dga zou afdoende kunnen zijn om wel risicovol te beleggen.

Tot slot

Het beleggen van pensioenvermogen van de pensioen-BV moet, zo wordt geleerd, (soms uiterst) defensief geschieden. Dit

om te voorkomen dat de pensioengerechtigde (dga) zijn kapitaal en dus pensioen verspeelt. Alhoewel het vanuit sociaal-economische overwegingen verklaarbaar is dat omzichtig moet worden omgegaan met pensioenvermogen, heb ik betoogd dat dit niet altijd noodzakelijk of wenselijk is. Met name het zorgvuldig nakomen van artikel 28 lid 1 NR 2002 is hierbij van cruciale betekenis. Ook recente jurisprudentie geeft hiervoor een handvat. Pas in die gevallen waarbij de beleggingsdeskundige de jaarcijfers, pensioenbrief en statuten nauwgezet analyseert, kan een effectenportefeuille van een pensioen-BV ingevuld worden. Kernbegrippen zijn: zorgvuldige analyse, schriftelijk vastleggen en regelmatige revisie.

Dit artikel is geschreven door Tom Loonen. Drs A.J.C.C.M. Loonen is senior bankier bij Insinger de Beaufort. Daarnaast is hij onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam, waar hij in samenwerking met Ernst & Young Financial Services onderzoek doet naar de zorgplicht van de beleggingsadviseur. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.

✉ tloonen@insinger.com

☎ (020) 521 52 15