

Beleggen van vermogen in een pensioen-BV

Pensioenvermogen moet defensief worden belegd. Althans, in de praktijk zal een beleggingsdeskundige deze lijn volgen. De argumentatie hiervoor is lang niet altijd financieel-economisch van aard, maar is regelmatig gebaseerd op een juridisch voorzichtigheidsbeginsel. Het aangaan van te risicovolle beleggingen kan immers tot aansprakelijkheid van de betrokken financiële instelling leiden. Veel klachten hebben dan ook betrekking op het overmatig beleggen van pensioengeld in (ICT)-aandelen, beleggen met hefboomconstructies, derivaten of in een combinatie hiervan. De gevolgen bleken nogal eens desastreus. Een slecht beursklimaat bracht het pensioenkapitaal in gevaar en zo de dekkingsgraad¹ van het pensioen. Dit leidde niet alleen tot sociaal-economische problemen, maar ook tot een fiscaal probleem. De fiscale reservering had in de tijd reeds plaatsgevonden en de fiscus zou bij uitkering haar deel opeisen, hetgeen tot liquiditeitsproblemen kan leiden.

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'

In de praktijk blijkt het begrip 'pensioen' regelmatig een containerbegrip. Zo wordt in de praktijk vermogen dat door een natuurlijk persoon wordt opgebouwd om op de pensioendatum als aanvulling te dienen voor het besteedbaar inkomen of het doen van bijzondere uitgaven, ook (ex post) als pensioen beschouwd.² Volgens de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK)³ 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 beschikbaar is. Dit kapitaal kan worden opgebouwd doordat er periodiek winst wordt gereserveerd. Zo kan de directeur-grotaandeelhouder (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 beheer⁴ 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 pensioenge-rechtigde of nabestaanden, hetgeen de uitkeringsfase kan worden genoemd. Blijkt er een tekort te zijn in het opbouwen van een volwaardig pensioen, dan kan dit middels additionele pensioenpremies of lijfrentepolissen worden aangevuld. Alhoewel dergelijke polissen in de praktijk als pensioen kunnen worden beschouwd, beperk ik mij in dit artikel tot de pensioen-BV.

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.⁵ Voor professionele pensioenverzekeraars en pensioenfondsen is er de PSW die in de praktijk regelmatig als richtlijn wordt gebruikt voor de pensioen-BV. Dat deze twee instellingen op enkele onderdelen wezenlijk afwijken van die 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 pensioenfonds, een spaarfonds of een beroepspensioenfonds moet op solide wijze geschieden. Wat hier met 'solide' wordt bedoeld is niet geheel duidelijk.⁶ De PVK geeft in haar studie 8 van februari 2000 nadere invulling aan de norm 'solide': 'Op solide wijze be-

* Tom 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 schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. Het percentage beschikbare middelen waarover een pensioenfonds op elk moment moet kunnen beschikken om direct aan verplichtingen te kunnen voldoen.
2. In uitspraak KCD 04-21 oordeelt de Klachtencommissie dat de instelling de doelstelling 'lastenverlaging' niet hoefde te interpreteren als een pensioendoelstelling.
3. Zie Informatie over de pensioenregelgeving, PVK, maart 2002.
4. Het opbouwen van een pensioen voor de dga hoeft niet langer in een aparte pensioenvennootschap te geschieden, maar kan eveneens onderdeel uitmaken van de werkmaatschappij of holding. Tevens is het mogelijk het pensioen op te bouwen in een stichting of stamrecht-BV. Aangezien de zorgplicht bij al deze vormen gelijk is, spreek ik in het vervolg van 'pensioen-BV'.
5. Vergelijk o.a. J.O.P.M. Beelaerts van Emmichoven in *Het Financieele Dagblad*, 27/1/2003 die stelt dat het vreemd is dat er geen wettelijk vereiste is om het vermogen van een pensioen-BV solide te beleggen, terwijl deze meer risico loopt dan een collectief pensioenfonds waar dit vereiste wel van toepassing is.
6. Zie ook art. 13 Wet betreffende verplichte deelneming in een beroepspensioenregeling die een analoge bepaling bevat, in PVK studie 8.

leggen betekent primair een degelijke, heldere en consistente onderbouwing van het gehele beleggingsbeleid, een correcte uitvoering hiervan en een professionele en strakke organisatie en controle'.

Ondanks de beperkte normering van het begrip 'solide', is er de zorgplicht van de beleggingsdeskundige. Voor het beleggen van het kapitaal van de pensioen-BV zal te ruggevallen moeten worden op art.7:401 BW: 'De opdrachtnemer moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht nemen.'⁷ Dit 'goed opdrachtnemerschap' zal ik trachten nader in te vullen op basis van relevante uitspraken en jurisprudentie.

Relevante uitspraken en jurisprudentie

Invullen van de onderzoeksplicht

Een specifieke invulling kan worden gevonden 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 gedragstoezicht 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 zorgplicht⁸ als het gaat om pensioenvermogen? Dit is niet eenduidig te beantwoorden en is afhankelijk van de omstandigheden van het geval alsmede de gekozen dienstverlening (zie ook aanbeveling I). Zo speelt deskundigheid, inkomen en vermogenspositie van de dga, op wiens initiatief orders worden doorgevoerd, en naleving van eventuele marginverplichtingen een grote rol.⁹ De Klachtencommissie DSI wijst financiële instellingen steeds nadrukkelijker op haar onderzoeksverplichting (in artikel 28 lid 1 NR 2002 'inwinnen' genaamd) die voortvloeit uit de opgelegde (verzwaarde of bijzondere) 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...'

Wordt door de beleggingsdeskundige vastgesteld dat er 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 er nadrukkelijk schriftelijk opdracht is gegeven om rekening te houden met beleggingen ondergebracht bij derden. Er zou dan 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.¹⁰ Rust er op de beleggingsdeskundige dan een waarschuwingsplicht? Wat in de gevallen 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.¹¹ Rust er hiertoe een waarschuwingsplicht op de beleggingsdeskundige of komt deze dan teveel op het terrein van de (register)accountant?

Het verzaken van de onderzoeksplicht leidt regelmatig 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 klagster drukken en die uit de jaarrekening blijken'. De onderzoeksplicht 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

7. Zie over de invulling van deze norm C.E. du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht, Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, 2003.

8. Vergelijk E.J. Weller, *De bijzondere zorgplicht gecodificeerd, Tijdschrift voor Compliance*, 2002, nr.5, p. 96-102. Vergelijk ook uitspraak KCD 03-62, waarin vermogen dat als pensioengeld bedoeld is zonder beheercontract wordt beheerd. De KCD oordeelt hierover: 'In deze situatie van feitelijk beheer zonder een daaraan ten grondslag liggende schriftelijke overeenkomst, rustte op verweerder een zwaardere zorgplicht'.

9. Zie HR 23 mei 1997, *NJ 1998*, 192, *Rabobank/Everaars*.

10. Zie L.P. van den Bosch in *Het Financieele Dagblad* van 27/3/2003, die terecht de vraag stelt waarom er een pensioen-BV zou moeten worden aangehouden indien het pensioenvermogen toch waar risicovol ter beschikking wordt gesteld aan de werkmaatschappij.

11. Hetgeen overigens mag worden verhoogd tot tien procent indien de vrije reserves van het pensioenfonds dit toelaten.

en of er veranderingen zijn opgetreden ten aanzien van het nabestaandenpensioen. De dga van de pensioenvennootschap dient hierbij gewezen te worden op diens plicht dergelijke informatie te verstrekken.

Brengt de onderzoeksplicht alleen lasten (aanvullende aansprakelijkheid) met zich mee? Niet geheel. Juist het adequaat voldoen aan de onderzoeks- en documentatieplicht 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 beperken van de juridische aansprakelijkheid van de financiële instelling, heeft de onderzoeksverplichting nog een ander voordeel. Indien wordt vastgesteld dat het aanwezige kapitaal geëxtrapoleerd (evt. incl. actuariële rente) ten opzichte van de pensioendatum afdoende is voor het benodigde pensioenkapitaal, kan met de overwaarde risicovoller belegd worden.¹² 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 f 1.000.000 pensioenkapitaal betrof, dat bij voorkeur safe belegd diende te worden en dat het overige vermogen geen pensioenkapitaal betrof en actiever mocht worden belegd'. Ook in het geval er door de beleggingsdeskundige is komen vast te staan dat er 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 de dekingsgraad ten aanzien van de pensioenverplichting binnen de vennootschap voldoende is.

Samenstelling van de effectenportefeuille

Zoals gesteld blijft op basis van de wet- en regelgeving het begrip 'solide' 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 rente¹³ 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 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 ten minste 50% rentedragend moeten beleggen'. Uitspraak KCD 04-29 leert: 'De Commissie is van oordeel dat het percentage aandelen in een stamrecht b.v. 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 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 sub 1'. In uitspraak KCD 04-112 oordeelt de commissie: 'Uit de stukken die partijen hebben overlegd, alsmede uit hetgeen ter zitting is besproken, is gebleken 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'. 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'.

Aanvullende vraagstukken c.q. opmerkingen

Toch zijn nog vragen onbeantwoord gebleven. Hoe moet bijvoorbeeld het geld belegd worden dat de dga privé

12. Daarbij dient de beleggingsdeskundige zich te realiseren dat indien het vermogen van de pensioen-BV, naast eventuele premiestortingen, meer groeit dan de actuariële rente, hierover vennootschapsbelasting moet worden betaald.

13. Verzekeringsmaatschappijen en pensioensfondsen hanteren een fictief (gemaximeerd) rentepercentage bij het bepalen van hun toekomstige verplichtingen. Dit fictieve percentage wordt de rekenrente of actuariële rente genoemd.

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. Dat een dergelijke opstelling een additionele druk legt op de inventarisatie- en onderzoeksplicht van de beleggingsdeskundige conform art. 28 lid 1 NR 2002 is daarbij evident.

Enkele aanbevelingen

Het is mogelijk enkele aanbevelingen te doen aan de beleggingsdeskundige voor het omgaan met pensioenvermogen binnen een pensioenvennootschap:

I. Er dient met nadruk aandacht te worden besteed aan het aanwezig zijn van een pensioendoelstelling bij de intake¹⁴ en bij voorkeur in het jaarlijkse revisiegesprek. Daarbij dient er 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.¹⁵ Ook de aard van het uiteindelijke pensioen (overbrugging of levenslang) is hierbij relevant. Verwoord in een schriftelijk beleggingsadvies duidelijk de doelstellingen en bevindingen ten aanzien van het pensioenvermogen. Onderdeel van dit advies is het risicoprofiel en het te volgen beleggingsbeleid. Een uitvoerige ALM-studie¹⁶ kan daarbij bijzonder behulpzaam zijn. De doelstellingen van een pensioenvennootschap worden beïnvloed door het strategische beleid, door allerhande economische ontwikkelingen en door actuariële risicofactoren. Een ALM-studie verschaft inzicht in dergelijke aspecten. Op basis van dat inzicht kan er een onderbouwde afweging gemaakt worden tussen risico en rendement. In een ALM-studie dient eveneens de pensioenregeling, het indexatiebeleid en de financieringsafspraken betrokken te worden. Eventuele overwaarde wordt berekend op basis van een defensief ingerichte effectenportefeuille met een lage standaarddeviatie¹⁷, waarbij er eveneens rekening moet worden gehouden met een afdoende vermogensbuffer om verliezen op te vangen zonder dat de effectenportefeuille zwaar moet worden hergeschikt. 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.¹⁸

II. Het ontbreken van deskundigheid bij vele particuliere beleggers, maakt het naar mijn mening onwenselijk om het pensioenvermogen geheel zelfstandig door de dga te

laten beleggen via de zogenaamde 'execution-only'-kanalen zoals internetbrokers. De sociaal-economische implicaties van het verliezen van pensioenkapitaal zijn daarvoor te groot. Het zou aan te bevelen zijn indien de keuze beperkt blijft tot beleggingsadvies of discretionair vermogensbeheer.

III. In eerste aanleg dient pensioenvermogen voorzichtig belegd te worden.¹⁹ Op zowel het niveau van de asset mix als asset allocatie is diversificatie onder de verschillende beleggingscategorieën van belang.²⁰ Daarin passen ook de zogenaamde alternatieve beleggingsvormen, zoals hedgefondsen, private equity beleggingen of grondstoffen. Zodoende kunnen beleggingsrisico's 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.²¹ Immers, het rendement op aandelen is op de langere termijn hoger dan op vastrentende waarden. Zouden de belangen in aandelen rücksichtslos worden gereduceerd, dan zou dit ertoe kunnen leiden dat pensioenpremies zouden moeten worden verhoogd (hetgeen wettelijk niet zomaar toegestaan is) of dat regelingen worden versoberd.²² Is de beleggingshorizon kort, zoals in de uitkeringsfase dan is er geen ruimte voor risicovolle

-
14. Zie in dit verband uitspraak KCD 03-123, waarbij de instelling in haar inventarisatieformulieren een afzonderlijke vraag had opgenomen met betrekking tot een eventuele pensioendoelstelling. Deze werd niet van antwoord voorzien door de klager. Volgens de KCD was er mede hierdoor geen aanwijzing dat het de instelling niet bekend was dat er sprake was van een pensioendoelstelling.
15. De pensioenbrief regelt de pensioentoezegging tussen werknemer en werknemer. Per 1 juni 2004 zal in het kader van de Wet fiscale behandeling van pensioenen, de pensioenbrief moeten worden aangepast. Deze moet fiscaal goedgekeurd zijn.
16. Hierbij kan aan de hand van macro-economische scenario's een projectie worden gemaakt van het mogelijke verloop van toekomstige inkomsten en uitgaven.
17. In de statistiek wordt met een getal de spreiding van een aantal waarnemingen rondom een (rekenkundig) gemiddelde aangegeven; dit getal heet de standaarddeviatie.
18. Vergelijk de generatierekeningbenadering, waarbij het uitgangspunt is dat hoe jonger en dus flexibeler de generatie, des te risicovoller het beleggingsbeleid. Tegenover dat hogere risico staat als beloning een hoger verwacht rendement. In: hoofdlijnen voor een nieuwe Pensioenwet vergaderjaar 2003-2004, 28 294, nr.4.
19. Zie K. Frielink, 'De zorgplicht en bijzondere zorgplicht van effecteninstituten', *JORplus* 1 (2002), blz. 38-45.
20. Vergelijk PVK studie 8, februari 2000, p. 39. Tevens zou er oog moeten zijn voor geografische spreiding en eventuele valutarisico's.
21. Zie uitspraak KCD 03-201: 'Gelet op de bovengenoemde beleggingshorizon en de tijd die nog zou verstrijken alvorens pensioenuitkeringen aan het vermogen onttrokken dienden te worden, kan naar het oordeel van de Commissie niet worden gezegd dat verweerder in de aanhoudende en aanzienlijke koersdalingen die zich met name in het jaar 2001 hebben voorgedaan een dwingende reden had moeten zien om de belegging in zakelijke waarden te staken of te verminderen, en te vervangen door belegging in vastrentende waarden'.
22. Zie T. Nijman, L. Swinkels, De gevolgen van de ontwikkelingen in de regelgeving voor de beleggingsmix van pensioenfondsen, *VBA Journaal*, nr. 3 najaar 2003.

beleggingen.²³ Ook al wordt vastgesteld dat er elders een solide pensioenvermogen wordt opgebouwd, dan blijft de aanbeveling om de pensioendoelstelling van de vennootschap conform de pensioenbrief na te streven.²⁴ Is er 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.

IV. Het investeren in opties of futures zou moeten worden afgeraden, tenzij deze dienen ter bescherming tegen een waardedaling van de effecten.²⁵

V. In die gevallen waarin een dga naar de mening van de beleggingsdeskundige, onverantwoorde beleggingsrisico's wil blijven lopen met zijn pensioenvermogen, zal de dga (bij voorkeur) schriftelijk moeten worden gewaarschuwd.²⁶ In het uiterste geval zal de beleggingsopdracht teruggegeven moeten worden aan de cliënt.²⁷ Wordt dit verzuimd, dan kan dit in belangrijke mate tot aansprakelijkheid van de instelling leiden voor de ontstane financiële schade.²⁸ De jurisprudentie is evenwel niet geheel duidelijk op dit punt. Een (schriftelijke?) machtiging van de dga zou afdoende kunnen zijn om wél risicovol te beleggen.²⁹

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 wenselijk kan zijn dat er omzichtig wordt omgegaan met het pensioenvermogen, heb ik betoogd dat dit beleg-

gingstechnisch niet altijd noodzakelijk of wenselijk is. Dit dient te worden vastgesteld na een zorgvuldige inventarisatie van de (financiële) doelstellingen bij zowel het aangaan van, als gedurende de relatie. Pas na een analyse van de jaarcijfers, de pensioenbrief en de statuten kan een effectenportefeuille van een pensioen-BV worden ingevuld. Kernbegrippen zijn: zorgvuldige analyse, schriftelijk vastleggen en regelmatige revisie.

-
23. Zie (tussen)vonnis Rechtbank Rotterdam (18-7-2002), JOR 2002, 167: 'Het beroep dat de Bank doet op de in bijlage II bij de beheersovereenkomsten genoemde "zeer lange periode" als de van betekenis zijnde beleggingshorizon, verdraagt zich niet met het karakter van de in beheer gegeven gelden, zijnde pensioengelden voor iemand die reeds gestopt was met werken, met de uitkering van welke gelden derhalve op korte termijn een aanvang gemaakt zou gaan worden'.
 24. Zie uitspraak KCD 01-225 waarin de Commissie stelt: 'Dat de directeur, groot aandeelhouder, wellicht een vermogend man was doet daar niet af'.
 25. Zie uitspraak KCD 03-59, waarbij de Commissie oordeelt: 'voor grote bedragen geïnvesteerd in opties en het op een dergelijke wijze aanwenden van pensioengelden had verweerder klager ten sterkste moeten afraden'.
 26. Zie uitspraak KCD 03-113 waarin de instelling door bescheiden kon aantonen dat er zowel schriftelijk als telefonisch gewaarschuwd had voor de risico's verbonden aan de optieposities en dat zij had geadviseerd tot een andere samenstelling van de portefeuilles, met name die van de pensioen-BV.
 27. Zie uitspraak KCD 00-321: 'Als de vermogensbeheerder het niet eens was met de aard of de frequentie van de door de pensioenmaatschappij gewenste transacties, dan had hij zijn opdracht moeten teruggeven'.
 28. Zie bijvoorbeeld uitspraken KCD 03-59 en 04-47.
 29. Zie (tussen)vonnis Rujo BV/Fortis Bank, Rechtbank Rotterdam van 18/7/2002, JOR 2002, 167. Het vonnis luidt: '...had de bank niet zonder uitdrukkelijke machtiging van eisers meer dan 55% van de beide betrokkenen in beheer gegeven vermogens in aandelen mogen beleggen'.