

Juridische uitbestedingsrisico's pensioenfondsen(bestuurder) en de 'in control' IMA (Deel 2)

TPV 2025/11

1. Inleiding

De inwerkingtreding van de Wet toekomst pensioenen ("Wtp") roept de vraag op of en in hoeverre deze wet effect heeft op de juridische risico's bij het uitbesteden van vermogensbeheer door pensioenfondsen in de *investment management agreement* ("IMA"). Om deze vraag te kunnen beantwoorden heb ik in het eerste deel van dit artikel² een overzicht gegeven van het wettelijk kader van de IMA en van de Ausgangssituatie, die gevormd wordt door de thans reeds bestaande juridische risico's voor pensioenfondsen, fondsbestuurders en andere zogeheten 'feitelijk leidinggevenden'³ in geval van een IMA die onvoldoende waarborgt dat het uitbestedende pensioenfonds 'in control' blijft. Onderstaand volgt het tweede en laatste deel van mijn bijdrage. In paragraaf 2 komt de hoofdvraag aan de orde: wat is het te verwachten effect van de Wtp op de in Deel 1 genoemde thans reeds bestaande juridische risico's van een 'out of control' IMA? Vervolgens stel ik in paragraaf 3 een praktische tienpunten-checklist voor aan de hand waarvan ieder pensioenfonds kan controleren of een door hem reeds afgesloten IMA of nog af te sluiten IMA gegeven de huidige praktijk waarschijnlijk (nog) als optimaal 'in control' kan worden beschouwd. Paragraaf 4 bevat een concluderend slotwoord.

2. Impact van de Wtp

In Nederland zijn door pensioenfondsen uitgevoerde tweedepijlerpensioenregelingen van oudsher overwegend gebaseerd op een uitkeringsovereenkomst, waarbij in principe, behoudens afstempelen, sprake is van een vastgestelde⁴ uitkering (internationaal bekend als *defined benefit*). De laatste jaren was echter een opmars zichtbaar van de premieovereenkomst, waarbij niet de uitkering van tevoren is bepaald, maar de premie (internationaal aangeduid als *defined contribution*). De Wtp, die op 1 juli 2023 in werking is getreden en is verwerkt in de nieuwe Pensioenwet ("PW"), bepaalt in de kern dat na afloop van de transitieperiode, die wettelijk eindigt op 1 januari 2028, nog uitsluitend de pre-

mieovereenkomst is toegestaan.⁵ Pensioenfondsen zijn gehouden om bestaande uitkeringsovereenkomsten voorafgaand aan deze datum te vervangen door premieregelingen en kunnen dit wat betreft de bestaande opbouw realiseren door te besluiten tot een collectieve waardeoverdracht (het zogenaamde 'invaren'), zonder een bezwaarrecht van aanspraak- en pensioengerechtigden (hierna tezamen aangeduid als "begunstigden").⁶

In de door de Wtp voorgeschreven premieovereenkomst heeft elke deelnemer een persoonlijk, geïndividualiseerd aandeel in een collectieve spaarpot gebaseerd op de door hem of haar ingelegde premie.⁷ Pensioenfondsen hoeven niet langer rigide buffers aan te houden om de aanspraak op een vastgestelde uitkering in de (verre) toekomst veilig te stellen.⁸ De gedachte is dat dit pensioenfondsen in staat stelt om vaker te indexeren, waardoor het pensioen waardevaster kan worden. De begunstigde draagt echter in de premieregeling zelf het beleggingsrisico en het renterisico. Dit betekent dat het pensioen afhankelijk wordt van de ontwikkelingen op de financiële markten, waardoor het pensioen uiteindelijk kan meevallen, maar ook kan tegenvallen.⁹ In dit verband biedt het nieuwe stelsel een grotere mate van beleggingsvrijheid met uiteenlopende beleggings- en risicoprofielen voor de deelnemers en de mogelijkheid van individuele beleggingskeuzes.¹⁰ Gevolg is dat het pensioenfonds na de transitie meer dan voorheen overeenkomsten vertoont met 'gewone' financiële ondernemingen buiten de pensioensector, in het bijzonder de beleggingsonderneming, de beleggingsinstelling en de

1 Mr. H. (Hugo) Oppelaar adviseert en assisteert pensioenfondsen bij onder meer uitbestedingscontracten (inclusief IMA's en *custody*contracten) en toezichtaangelegenheden.

2 H. Oppelaar, 'Juridische uitbestedingsrisico's pensioenfondsen(bestuurder) en de 'in control' IMA (Deel 1)', *TPV* 2025/5.

3 Bijvoorbeeld de directeur van het bestuursbureau en het hoofd vermogensbeheer kunnen kwalificeren als 'feitelijk leidinggevenden' met name indien zij (mede) verantwoordelijk zijn voor of anderszins feitelijk leiding hebben gegeven bij de totstandkoming en/of de monitoring en continuering van een 'out of control' IMA.

4 Let wel: maar niet van een waardeveraste uitkering.

5 Nieuwe pensioenregelingen die na 1 juli 2023 tot stand komen dienen direct aan de Wtp te voldoen. Voor bestaande uitkeringsovereenkomsten geldt een transitieperiode tot 1 januari 2028.

6 Lutjens heeft onlangs in het *NJB* mijns inziens terecht ontkend dat de afwezigheid van een instemmingsvereiste inbreuk maakt op het eigendomsrecht. Ook in het oude stelsel was de waarde van de toegezegde uitkering op de pensioendatum immers niet gegarandeerd. E. Lutjens, 'Over het begrip verzekering en het 'invaren' van pensioen', *NJB* 2024/1359.

7 Voor een uitgebreidere algemene bespreking van de Wtp, zie E. Lutjens, 'Algemene introductie: een nieuw kader voor het aanvullend pensioen – Wet toekomst pensioenen', *Arbeidsrecht* 2024/3, E. Lutjens, 'Nieuwe methode pensioenopbouw – een onzekerder pensioen en een fors aantal procedures', *NJB* 2023/35 en R.H. Maatman, 'Wet toekomst pensioenen naar Eerste Kamer, Selectie vraagstukken', *Ondernemingsrecht* 2023/4, p. 175.

8 Hiervoor in de plaats komt slechts de bepaling dat het kapitaal niet negatief mag zijn.

9 Wel bevat de Wtp 'schokdempers' die de kans op tegenvallers beogen te minimaliseren, te weten de solidariteitsreserve bij de solidaire premieovereenkomst en de risicodelingsreserve bij de flexibele premieovereenkomst, zoals gedefinieerd in art. 1 PW en omschreven in art. 10d resp. art. 10e PW.

10 Deze grotere mate van beleggingsvrijheid voor deelnemers is vooral van toepassing bij de flexibele premieovereenkomst.

icbe (instelling voor collectieve belegging in effecten).¹¹ De toename van beleggingskeuzes voor begunstigten gaat hand in hand met een flink aantal nieuwe of aangepaste bestuursrechtelijke zorgplichten voor pensioenfondsen in de PW en het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling ("BuPw"),¹² "welke beogen begunstigten bekwaam te maken, althans zo is de bedoeling, tot overwogen keuzes".¹³ Zo zijn er onder meer additionele verplichtingen om informatie aan begunstigten te verschaffen, een plicht om begunstigten te begeleiden bij het maken van keuzes in het nieuwe stelsel,¹⁴ een advies- en jaarlijkse onderzoeksplicht bij flexibele premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid¹⁵ en een plicht tot vaststelling van een passend beleggingsprofiel gelet op het deelnemersrisicoprofiel bij premieovereenkomsten zonder beleggingsvrijheid.¹⁶ Het pensioenfonds dient het beleggingsbeleid sowieso te baseren op de risicohouding van de deelnemers, zoals vastgesteld in het door het fonds te verrichten risicopreferentieonderzoek.¹⁷

De uitbreiding van de bestuursrechtelijke zorgplichten van het pensioenfonds in de PW zal waarschijnlijk ook van invloed zijn op zijn civielrechtelijke zorgplicht.¹⁸ De bestuursrechtelijke zorgplichten van banken en andere financiële ondernemingen op grond van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") heeft in de loop der tijd immers eveneens door reflexwerking de civielrechtelijke zorgplicht van deze instellingen aangescherpt. Daarbij ligt het in de rede, zeker indien de begunstigde de keuze van de beleggingen van het pensioenfonds heeft overgenomen, dat de jurisprudentie van de Hoge Raad over de bijzondere zorgplicht van banken en andere financiële ondernemingen¹⁹ van overeenkomstige toepassing zal worden geacht op pensioenfondsen bij het begeleiden van deelnemers bij het nemen van hun keuzes. Dit kan ertoe leiden dat op een pensioenfonds civielrechtelijke onderzoeks-, advies-, waarschuwings-, verge-

wis- of zelfs weigeringsverplichtingen²⁰ komen te rusten bij het uitvoeren van de nieuwe begeleidingstaak. Het pensioenfonds moet daarbij kunnen rekenen op correcte, complete en tijdige input van de manager op basis van sluitende afspraken in de IMA.

De Wtp leidt eveneens tot een verandering in de aard van het toezicht op pensioenfondsen: minder prudentieel toezicht en meer gedragstoezicht. Pensioenfondsen hoeven in het nieuwe stelsel niet meer te voldoen aan de strenge solvabiliteitseisen van het Besluit financieel toetsingkader pensioenfondsen en de buffers vallen vrij. Daarentegen bevatten de Wtp en het Besluit toekomst pensioenen ("Btp") uitgebreidere zorgplichten voor pensioenfondsen, welke tot het gedragstoezicht behoren. In de nieuwe PW, waarin de Wtp is verwerkt, speelt de Nederlandsche Bank ("DNB") dan ook niet langer de eerste viool en de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") de tweede. De gelijkwaardige taakafbakening tussen beide toezichthouders is bepaald in art. 151 PW, waarin de AFM wordt belast met het gedragstoezicht²¹ en DNB met het prudentieel- en materieel toezicht.²² De term 'toezichthouder' in de PW²³ bete-

11 De solidaire premieovereenkomst als gedefinieerd in art. 1 PW en omschreven in art. 10a PW, op grond waarvan de premie collectief wordt belegd ter uitvoering van één collectief beleggingsbeleid, doet het meest denken aan een beleggingsinstelling en een icbe als gedefinieerd in art. 1:1 Wft. De flexibele premieovereenkomst als bedoeld in art. 1 PW en omschreven in art. 10b PW, uit hoofde waarvan de premie individueel wordt belegd en de deelnemer een keuze kan hebben in beleggingsprofielen, lijkt meer op het verlenen van een beleggingsdienst, in het bijzonder het beheren van een individueel vermogen, door een beleggingsonderneming als bedoeld in art. 1:1 Wft.

12 Zie hiervoor R.H. Maatman, 'Pensioenfondsen en zorgplichten: uitdijen of indammen?', in: Busch e.a., *Zorgplicht in de financiële sector* (O&R nr. 122), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 141-172, M.E.J. Bracco Gartner, 'Veranderend karakter van pensioen leidt tot meer zorgplichten voor pensioenfondsen', *MvV* 2022/2 en L.J. Silverentand, 'Zorgplicht van pensioenfondsen onder de Wtp: lessons learned vanuit het financieeltoezichtrecht?', *Ondernemingsrecht* 2024/37.

13 Aldus R.H. Maatman, 'Wet toekomst pensioenen naar Eerste Kamer, Selectie vraagstukken', *Ondernemingsrecht* 2023/4, p. 175.

14 Art. 48a PW.

15 Art. 52 lid 3-6 PW.

16 Art. 52a lid 3-5 PW.

17 Art. 52b lid 1 en 2 PW.

18 Zie ook D. Busch, 'De complexe verhouding tussen publiek- en privaatrecht in de financiële sector - doorwerking in drievoud', *NTBR* 2023/23, afl. 5.

19 Zie hiervoor D. Busch, 'De toekomst van de bijzondere zorgplicht in de financiële sector', *NJB* 2020/424.

20 Volgens Maatman zou de zorgplicht zo ver kunnen gaan dat pensioenfondsen de deelnemers moeten behoeden voor foute beslissingen. Zie R.H. Maatman, 'Zorgplicht, pensioen en pensioenfondsen: van digitalisering naar algoritmisering', in: C.J.H. Jansen, B.A. Schuijling & I.V. Aronstein (red.), *Onderneming en digitalisering* (Serie Onderneming en recht, deel 116).

21 Gedragstoezicht is toezicht gericht op de naleving van de normen ten aanzien van voorlichting in ruime zin aan en zorgvuldige bejegening in ruime zin door pensioenuitvoerders van deelnemers, gewezen deelnemers, gewezen partners, andere aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden en de normen ten aanzien van de advisering van de deelnemer of gewezen deelnemer bij de uitvoering van premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid waarbij de deelnemer of gewezen deelnemer de verantwoordelijkheid voor de beleggingen heeft overgenomen (art. 151 lid 2 PW).

22 Prudentieel toezicht is toezicht gericht op de normen ten aanzien van de financiële soliditeit van pensioenfondsen, het bijdragen aan de financiële stabiliteit van de sector van pensioenfondsen en het beschermen van de rechten van deelnemers, gewezen deelnemers, andere aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden (art. 151 lid 4 PW). Materieel toezicht ten slotte is toezicht gericht op alle normen in de PW die geen onderdeel uitmaken van gedrags- of prudentieel toezicht (art. 151 lid 5 PW).

23 Art. 1 PW.

kent hetzij de AFM hetzij DNB, afhankelijk van de aard van de betrokken wetsbepaling.²⁴

De pensioenwetgeving is dus niet alleen inhoudelijk maar ook qua aard van het toezicht door de Wtp fundamenteel gewijzigd.²⁵ De uitbestedingsregels van de PW en het BuPw, zoals uiteengezet in paragraaf 2 van Deel 1 van mijn bijdrage, zijn echter tot dusver ongewijzigd gebleven. Desalniettemin brengt de Wtp een toename van de juridische risico's van een 'out of control' IMA met zich en wel in een drietal opzichten.

Ten eerste neemt de kans toe dat een gebrekkige 'out of control' IMA leidt tot (vervolg)overtredingen door het pensioenfonds, in het bijzonder van de uitgebreidere zorgplichten, waaronder verplichtingen tot informatieverstrekking aan begunstigden. Het pensioenfonds is ingevolge de Wtp onder meer verplicht om aan begunstigden alle voor hen "relevante informatie over beleggingen" te verstrekken.²⁶ Hoewel deze verplichting strikt genomen slechts van toepassing is op verzoek van de begunstigde, ga ik ervan uit dat pensioenfonds ervoor zullen kiezen om de informatie aan alle begunstigden te verstrekken, ook aan hen die daar niet

expliciet om hebben gevraagd. Het gaat tenslotte om voor begunstigden relevante informatie over beleggingen, in het bijzonder mutaties in de waarde van het persoonlijke pensioenvermogen, die een pensioenfonds, mede met het oog op zijn fiduciaire plicht, periodiek (Maatman meent maandelijks)²⁷ aan alle begunstigden behoort te verstrekken. Dit vergt wel een nauwe onderlinge samenwerking van de driehoek bestaande uit de pensioenadministrateur of een derde die de begunstigde namens het pensioenfonds informeert, de custodian en de managers van het fonds en proactief toezicht daarop door het pensioenfonds. De IMA dient hiervoor de basis te leggen. Naast de periodieke informatievoorziening zal in het jaarlijkse uniform pensioenoverzicht informatie aan deelnemers verstrekt moeten worden over "de totaal behaalde beleggingsrendementen per deelnemer"²⁸ en zal op de website van het pensioenfonds informatie voor begunstigden beschikbaar gesteld dienen te worden over "de beleggingen en het beleggingsbeleid".²⁹ In het BuPw, zoals gewijzigd door het Btp, zijn gedetailleerde verdere verplichtingen van pensioenfonds opgenomen over informatieverstrekking aan begunstigen. Al deze informatie moet correct, duidelijk en evenwichtig zijn en tijdig worden verstrekt of beschikbaar gesteld.³⁰ Echter, het uitbestedende pensioenfonds zal voor de nakoming van deze verplichtingen geheel afhankelijk zijn van de input van de manager. Indien deze niet correct is of tijdig wordt verstrekt zal dat hoogst waarschijnlijk leiden tot overtredingen van de wettelijke zorgplichten van het pensioenfonds.

En dat brengt mij tot het tweede punt waarom de Wtp tot grotere juridische risico's leidt. Bij een geconstateerde wetsovertreding van een pensioenfonds is de kans aanzienlijk gestegen dat de toezichthouder daadwerkelijk zal besluiten om een bestuurlijke sanctie op te leggen en die te publiceren. Dit komt doordat de AFM de bevoegde toezichthouder is wat betreft de handhaving van de uitgebreidere zorgplichten van pensioenfonds, inclusief de verplichtingen tot informatieverstrekking aan begunstigden. Het gepubliceerde gezamenlijke handhavingsbeleid van de AFM en DNB³¹ wekt weliswaar de indruk dat dat beleid van beide toezichthouders geheel is geharmoniseerd, maar in de praktijk bestaan nog steeds belangrijke verschillen. Dit is deels historisch verklaarbaar. DNB had als voormalig sectoraal toezichthouder op banken, die met het oog op de afhankelijkheidsrelatie met de centrale bank als *lender of last resort* waar nodig informeel konden worden bijgestuurd, van oorsprong een keurige cliënteel. De AFM, een rechtspersoon die vroeger Stichting Toezicht Effectenverkeer heette, heeft zijn ontstaan juist te danken aan handhavend optreden tegen niet-vergunninghoudende wetsovertreders in de effectensector. Maar het verschil in handhavingscultuur vloeit voornamelijk voort uit de verschillende aard van het prudentieel toezicht versus het

24 Wat opvalt is dat in de nieuwe PW en in het BuPw na de verwerking van de Wtp en het Btp gedragsrechtelijke, prudentiële en materiële verplichtingen rijp en groen door elkaar lopen zonder dat steeds duidelijk is welke van de drie smaken van toepassing is. Dit schept onduidelijkheid over de afbakening van de toezichtdomeinen van DNB en de AFM. In de Wft is de afbakening daarentegen wel helder doordat het prudentieel toezicht en het gedragstoezicht structureel zijn gescheiden in aparte delen (Deel 3 Prudentieel toezicht financiële ondernemingen versus Deel 4 Gedragstoezicht financiële ondernemingen en Deel 5 Gedragstoezicht financiële markten). Op deze wijze is onmiddellijk duidelijk welke toezichthouder op de regels gesteld bij of krachtens die delen toezicht dient te houden. Het had niet alleen vanwege de duidelijkheid maar ook om andere redenen beter geweest als de wetgever het gedragstoezicht op pensioenfonds niet had ingekaderd in de PW maar in de Wft. Pensioenfonds vallen nu al onder Deel 5 Gedragstoezicht financiële markten van de Wft en het had niet onlogisch geweest om dan ook de uitzondering voor pensioenfonds voor wat betreft Deel 4 Gedragstoezicht financiële ondernemingen te laten vervallen. Bovendien vertoont het gedragstoezicht op pensioenfonds na de inwerkingtreding van de Wtp inhoudelijk veel meer overeenkomsten met het gedragstoezicht op grond van Deel 4 Gedragstoezicht financiële ondernemingen van de Wft op (andere) financiële ondernemingen dan met het prudentieel en materieel toezicht op pensioenfonds in de PW. Een regeling in twee verschillende wetten onder de verantwoordelijkheid van twee verschillende ministers gaat verder ongetwijfeld tot (meer) ongerechtvaardigde verschillen in de regelgeving leiden. Ook heeft het Ministerie van Financiën uitgebreide kennis en ervaring op het gebied van gedragstoezicht-regelgeving, terwijl het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid het wiel opnieuw moet gaan uitvinden. Hetzelfde geldt voor het toezicht op de AFM als zelfstandig bestuursorgaan ('toezicht-op-toezicht'). Tenslotte valt te verwachten dat het gedragstoezicht op pensioenfonds in de toekomst alleen maar meer en meer verweven zal raken met het gedragstoezicht op (andere) financiële ondernemingen.

Wellicht dat de wetgever deze weeffout in de toekomst nog zal willen herstellen. Dit vergt enkel (a) het toevoegen in de definitie van financiële onderneming in art. 1:1 Wft van "een pensioenfonds" en (b) het toevoegen in de aanhef van art. 1:15 Wft van Deel 4 "het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen". Alle gedragsrechtelijke bepalingen en verwijzingen naar de AFM in de PW en het BuPw kunnen dan vervallen, waarbij de gedragsregels tegelijkertijd worden overgeheveld naar Deel 4 Wft Gedragstoezicht financiële ondernemingen en meer gedetailleerde bepalingen naar het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen, zodat DNB overblijft als enige toezichthouder van de PW.

25 Tenminste als we de Wtp vergelijken met de 'oude' wetgeving die van toepassing was op de gangbare uitkeringsovereenkomsten.

26 Art. 46 lid 1 sub b PW.

27 R.H. Maatman, 'De wijdere impact van de Wet toekomstpensioenen', *Ondernemingsrecht* 2024/35 (paragraaf 4).

28 Art. 38 lid 1 sub n PW.

29 Art. 46a lid 2 sub d PW.

30 Art. 48 lid 1 PW.

31 'Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank', gepubliceerd in oktober 2020 en te downloaden van de websites van beide toezichthouders.

gedragstoezicht. De prudentieel toezichthouder moet als het ware over de schouder van het bestuur van de onder toezicht staande instelling mee kunnen kijken in de keuken, anders is het toezicht op bijvoorbeeld de liquiditeit en de solvabiliteit niet effectief. DNB ziet bij een overtreding gebruik van het formeel toezichtinstrumentarium doorgaans nog steeds als *ultimum remedium*. Als al formeel wordt ingegrepen, dan is dit eerder door middel van slechts een aanwijzing dan een bestuurlijke sanctie, zoals een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete. DNB zal niet snel een bestuurlijke boete opleggen aan 'haar' vergunninghoudende banken en verzekeraars of geregistreerde pensioenfondsen³² en pleegt terughoudender met publicatie van handhavingsbesluiten om te gaan dan de AFM. De AFM staat als gedragstoezichthouder op grotere afstand van de onder toezicht staande instelling en staat op de bres voor transparantie. De ervaring leert dat de AFM eerder dan DNB geneigd is tot inzet van ingrijpender handhavingsinstrumenten om een gedragsverandering af te dwingen en/of een overtreding te bestraffen.³³ De AFM pleegt in de praktijk doorgaans rauwelijks een last onder dwangsom op te leggen in plaats van deze eerst te laten voorafgaan door slechts een aanwijzing. De AFM schroomt evenmin om als straf voor een overtreding een bestuurlijke boete op te leggen en deze integraal te publiceren. De AFM is een lastige(r) toezichthouder,³⁴ die erin is geslaagd om sectoren die voorheen alleen onder het toezicht van DNB of de Pensioen- en Verzekeringskamer vielen, qua

gedrag structureel te veranderen.³⁵ De exponentiële groei van de compliance-afdelingen in deze sectoren, die voor een belangrijk deel valt toe te rekenen aan het uitdijende gedragstoezicht en de rol van de AFM als gedragstoezichthouder,³⁶ spreekt in dit verband boekdelen. Of de pensioensector eveneens dergelijke structurele AFM-gedreven veranderingen staat te wachten valt nog te bezien, maar mag zeker niet worden uitgesloten.

In de derde plaats vergroot de Wtp de kans op schadeclaims door begunstigden, in het bijzonder als gevolg van de introductie van uitgebreidere bestuursrechtelijke zorgplichten en – naar verwachting door reflexwerking tevens – een aangescherpte civielrechtelijke zorgplicht van het pensioenfonds. Indien de manager bijvoorbeeld geen correcte informatie aan het pensioenfonds levert, zal het pensioenfonds op haar beurt begunstigden waarschijnlijk onjuist informeren. Begunstigden, die in het nieuwe stelsel meer keuzes hebben, zouden zich vervolgens op het standpunt kunnen stellen dat zij door de foutieve informatie verkeerde keuzes hebben gemaakt en dat de schade bestaande uit de waardedaling van hun aandeel in de collectieve spaarpot door het pensioenfonds en/of fondsbestuurders dient te worden vergoed. Ook de kans op een succesvolle schadeclaim lijkt in het 'nieuwe' stelsel toe te nemen. In geval van een claim gebaseerd op wanprestatie zal de begunstigde in principe een tekortkoming in de nakoming van de verplichtingen van het pensioenfonds jegens begunstigden uit hoofde van de uitvoeringsovereenkomst met de werkgever (d.w.z. de toepasselijke derdenbedingen) moeten stellen en bewijzen.³⁷ Dat is in het 'oude' stelsel lastig, want de kernverplichting van een uitkeringsovereenkomst om de toegezegde uitkering op de pensioendatum uit te keren (een resultaatsverbintenis) is door de enkele fout van het pensioenfonds en/of de manager niet geschonden. Ergo, het is verdedigbaar dat er geen sprake is van een tekortkoming jegens de begunstigde. Ook is het lastig om

32 Ik herinner me in dit verband uit een vorig leven de eerste vergadering met beide toezichthouders ten kantore van het Ministerie van Financiën waarin de invoering van de bestuurlijke boete en de last onder dwangsom in de financiële toezichtwetgeving werd besproken en waarin DNB aanvankelijk het standpunt innam deze bevoegdheden überhaupt niet te wensen en in ieder geval niet wat betreft vergunninghouders.

33 Dat hoeft overigens niet per se een formeel handhavingsinstrument te zijn. De AFM kan ook besluiten om bij een vastgestelde overtreding een zogenoemde 'normoverdragende brief' te sturen die (anders dan een 'norm-informerende brief') een meer dan vervelend toezichtantecedent voor betrokken bestuurders oplevert met het oog op eventuele toekomstige benoemingen bij een onder het toezicht van de AFM of DNB staande rechtspersoon. Zie hierover verder G. Roth, 'Alles went behalve een antecedent: Over rechtsbescherming tegen informele toezichtmaatregelen van de AFM', *Ondernemingsrecht* 2024/10.

34 Ik bedoel dit niet negatief. Indien een toezichthouder niet lastig maar faciliterend is (vergelijk de voormalige Pensioen- en Verzekeringskamer die het aanbod van beleggingsverzekeringen door verzekeraars faciliteerde en gezamenlijk met het Verbond van Verzekeraars richting het Ministerie van Financiën pleegde op te trekken), dan vervult hij zijn wettelijke taak en verantwoordelijkheid niet goed en verdient hij om te verdwijnen.

35 Denk daarbij bijvoorbeeld aan hybride financiële producten, zoals de beleggingsverzekering en de beleggingshypotheek, die in de jaren negentig van de vorige eeuw een essentieel onderdeel uitmaakten van het businessmodel van verzekeraars en banken, veelal verenigd in één en hetzelfde financiële conglomeraat. Deze producten kwamen later bekend te staan onder termen als de 'woekerpolis' en de 'woekerhypotheek'. De AFM heeft een belangrijke rol gehad bij het uitbannen van dergelijke producten. Hierdoor is overigens ook een van de belangrijkste bestaansredenen voor financiële conglomeraten komen te vervallen en, in het verlengde daarvan, eveneens voor het huidige Twin Peaks-toezichtmodel. De dominante aanwezigheid van financiële conglomeraten en van hybride financiële producten in de negentiger jaren van de vorige eeuw waren immers de twee inhoudelijke hoofdredenen die de wetgever aanvoerde om de noodzaak van de vervanging van het sectorale toezichtmodel door een cross-sector model te onderbouwen. Ik betwijfel gegeven mijn betrokkenheid bij de besluitvorming destijds of die vervanging überhaupt had plaatsgevonden in de huidige marktstructuur, nu financiële conglomeraten en hybride financiële producten geen rol van betekenis meer vervullen (anderzijds speelden naast de op zich valide argumenten over de vervanging van sectorale grenzen toendertijd ook minder inhoudelijke, meer machtspolitieke en soms ook aan specifieke personen gebonden overwegingen een – doorslaggevende – rol). Daarbij komt dat in EU-verband de regelgeving en het toezicht nog steeds keurig sectoraal zijn opgedeeld.

36 Overigens houdt de groei van de compliance-afdelingen vooral ook verband met de steeds verdergaande politietaken die financiële ondernemingen uitvoeren, deels wettelijk verplicht ingevolge de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme, deels uit eigen beweging.

37 Zie ook Deel 1 van dit artikel, par. 3.

schade te bewijzen nu het pensioenfonds zelf het beleggingsrisico draagt. Het pensioenvermogen behoort juridisch toe aan het fonds en een eventueel verlies of gedeelde winst komt ten laste van de buffers.³⁸ Het bewijzen van een tekortkoming en van schade wordt een stuk minder lastig in het 'nieuwe' stelsel. Er is immers sprake van een inspanningsverbintenis bij de uitvoering van de vermogensbeheertaak voortvloeiend uit de uitvoeringsovereenkomst met de werkgever door het pensioenfonds. Een fout in het (uitbestede) vermogensbeheer levert in beginsel een tekortkoming op in de nakoming van deze inspanningsverbintenis. Verder heeft de begunstigde een persoonlijk, geïndividualiseerd aandeel in de collectieve spaarpot en draagt hij het beleggingsrisico. Indien door een fout van de manager het aandeel in de collectieve spaarpot minder waard is geworden, dan is het pensioenfonds verplicht om deze schade te vergoeden, tenzij het fonds in rechte stelt en bewijst dat de desbetreffende tekortkoming niet aan hem kan worden toegerekend, met andere woorden, dat sprake is van overmacht.³⁹ Dat is een zware bewijslast.

De conclusie is dat de Wtp leidt tot een significante toename van zowel de compliance- en reputatierisico's als de aansprakelijkheidsrisico's bij uitbesteding van vermogensbeheer in de IMA door pensioenfonds.

3. De 'in control' IMA

In het licht van de geïdentificeerde (toegenomen) juridische risico's is het noodzakelijk dat een pensioenfonds in de praktijk alleen zijn handtekening onder een IMA zet indien deze adequaat waarborgt dat het onverminderd, volledig 'in control' blijft. Dit betekent dat in voorkomende gevallen een pensioenfonds met het oog op diens fiduciaire verplichtingen jegens begunstigden de onderhandelingen over een IMA met een geselecteerde manager dient af te breken als deze vergaande 'in control'-waarborg door de opstelling van de manager niet haalbaar blijkt ook al heeft dat scenario de vervelende consequentie dat het gehele uitbestedingsproces opnieuw moet worden gedaan.

Het blijft uiteraard een proces van geven en nemen bij de totstandkoming van een IMA, maar voor pensioenfonds kunnen tegenwoordig compromissen worden uit onderhandeld die voor hen een aanmerkelijk steviger juridische positie en een beduidend verdergaande mate van control waarborgen dan voorheen het geval was. Een tendens in de praktijk is dat steeds meer pensioenfonds werken op basis van een eigen model-IMA, die veelal in goed Nederlands als *template* wordt aangeduid. In deze werkwijze wacht het pensioenfonds na selectie van een nieuwe manager of bij het actualiseren van een bestaande IMA niet af tot de manager diens *template* stuurt, om hierop vervolgens commentaar te leveren, maar stuurt het pensioenfonds in eerste instantie aan de manager de door het pensioenfonds zelf ontwikkelde *template*, waarop de manager

dan commentaar kan leveren. Deze omkering van de procedure leidt normaliter tot een beter onderhandelingsresultaat en een hogere mate van consistentie tussen de verschillende IMA's van het pensioenfonds. Uiteindelijk is dit in geval van meerdere discretionaire mandaten van een pensioenfonds vaak ook efficiënter qua kosten en moeite, want het is dan niet meer nodig om sterk uiteenlopende *templates* afkomstig van de diverse managers telkens weer van commentaar te voorzien, wat in de eerste ronde schriftelijk commentaar vaak neerkomt op het praktisch moeten herschrijven van conceptversie 1.0. Bovendien toont het werken met een eigen *template* aan (ook richting de toezichthouder) dat het pensioenfonds zijn verantwoordelijkheid om bij uitbesteding van vermogensbeheer in een IMA onverminderd 'in control' te blijven vooropstelt.

Maar nog niet alle pensioenfonds leggen de lat op het vereiste hoge niveau om onverminderd, volledig 'in control' te blijven. De achtergrond kan zijn dat de onderhandelingen in een tijdsdruk komen. Ook kunnen managers soms, al dan niet bluffend, een *take it or leave it*-houding aannemen (deze houding is niet ongebruikelijk bij bepaalde alternatieve beleggingen). De betrokken pensioenfonds die zich daarbij neerleggen stellen zich bloot aan de juridische risico's als uiteengezet in paragraaf 3 van Deel 1 van dit artikel. Daarbij dient bedacht te worden dat het feit dat ook andere fonds bepaald contractvoorwaarden accepteren geenszins betekent dat dan niet handhavend kan en zal worden opgetreden of dat potentiële aansprakelijkheid wordt verminderd of uitgesloten.⁴⁰

Onderstaand noem ik tien punten die kunnen worden gebruikt als een praktische checklist om te toetsen of een IMA gegeven de huidige praktijk waarschijnlijk als 'in control' kan worden aangemerkt. Ik voeg het woord 'waarschijnlijk' toe omdat er talloze andere punten in de IMA goed moeten worden geregeld, maar ik moet in het bestek van dit artikel een keus maken. Verder moeten de tien toetspunten uiteraard worden beoordeeld in het licht van de specifieke situatie van ieder pensioenfonds, want het gaat tenslotte om maatwerk. Wel kan een fondsbestuur dat bijvoorbeeld constateert dat in een (concept) IMA tien van de tien punten goed zijn geregeld er *prima facie* van uitgaan dat het waarschijnlijk is dat ook op andere punten sprake zal zijn van 'in control' (dat moet nog wel geverifieerd worden, maar de eerste indruk is dan goed). Als het bestuur echter constateert dat een substantieel deel van de punten in de tienpunten-checklist niet of niet goed is geregeld, dan lijkt sprake van een verouderde of gebrekkige IMA en zou overwogen moeten worden om niet te tekenen als het een nieuwe IMA betreft of om aan te sturen op een actualisering, heronderhandeling of opzegging als het een bestaande IMA betreft.

38 Hierop zal mogelijk ook een eventuele schadeclaim gebaseerd op een onrechtmatige daad stuiten.

39 Art. 6:74 BW.

40 Managers beroepen zich vaak op 'marktgebruik'. De markt is echter niet transparant en zij kennen de door concurrenten afgesloten contracten meestal niet. Het beroep komt daarom vooral neer op: sommige van onze andere cliënten deden niet zo moeilijk en hebben dit wel geaccepteerd. Het veronderstelde 'marktgebruik' levert in ieder geval onvoldoende verdediging op tegenover DNB, AFM en de rechter.

De tien te checken punten (zoals gezegd, niet limitatief maar als eerste toets) zijn de volgende.⁴¹

3.1 **Wordt voldaan aan alle relevante regels in de PW?**

Check de volgende (niet-limitatieve) toetspunten.

- De manager moet worden verplicht om alle relevante regels in de PW die van toepassing zijn op het pensioenfonds ten tijde van en gedurende de uitbesteding zoals van tijd tot tijd gewijzigd, na te leven als waren deze regels wettelijk op hem van toepassing. Dit geldt niet alleen voor de uitbestedingsregels,⁴² maar ook voor (a) de verplichting om de organisatie zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgt⁴³ en (b) de zorgvuldigheidsplicht en loyaliteitsplicht voortvloeiend uit de prudent-person regel⁴⁴ (zie voor de loyaliteitsplicht ook punt 2 hieronder).
- De manager moet op verzoek van DNB of de AFM (i) aan hen rechtstreeks alle inlichtingen verstrekken die de toezichthouder nodig heeft bij de uitvoering van zijn toezichttaak, (ii) aan hun medewerkers inzage verlenen in en kopieën verstrekken van relevante documenten en computerbestanden in elke gewenste vorm en (iii) toegang verschaffen tot de kantoren van de manager voor onsite inspecties. Op de manager dient voorts een medewerkingsplicht te rusten in de ruimste zin van het woord. Deze verplichtingen dienen onvoorwaardelijke contractuele derdenbedingen⁴⁵ ten behoeve van de toezichthouders en hun medewerkers te zijn, welke stilzwijgend kunnen worden aanvaard.
- Niet-EU-managers moeten worden gebonden aan de algemene beginselen van het beloningsbeleid van het pensioenfonds. EU-managers moeten inzicht verschaffen wat betreft hun beloningsbeleid.
- Het pensioenfonds dient volgens de uitbestedingsregels het recht te hebben om de wijze waarop de IMA wordt uitgevoerd te allen tijde te wijzigen. Uit de woorden "te allen tijde" kan niet alleen een instructiebevoegdheid van het pensioenfonds ten aanzien van deze uitvoering worden afgeleid, maar ook het recht om de *Service Level Agreement* ("SLA") eenzijdig aan te passen, dat wil zeggen zonder dat die wijziging afhankelijk kan worden gesteld van de instemming door de manager.⁴⁶
- Een kettingbeding dient te waarborgen dat bij onderuitbesteding de betrokken derden aan exact dezelfde eisen worden gebonden.

Het is overigens te doen gebruikelijk dat aan IMA's een bijlage wordt toegevoegd die specifieke bepalingen met

het oog op de uitbestedingsregels bevat. Over die bijlage ontstaat zelden veel discussie, omdat deze heden ten dage tamelijk standaard is geworden.

3.2 **Wijkt de zorgplicht van de manager jegens het pensioenfonds niet af van de absolute fiduciaire verplichtingen van het pensioenfonds jegens begunstigten?**

- De manager moet worden verplicht om te allen tijde *uitsluitend* te handelen in het belang van het pensioenfonds en daarmee diens begunstigten.⁴⁷ Dit is voor pensioenuitvoerders (anders dan voor financiële ondernemingen buiten de pensioensector) een absolute norm. De IMA dient te bepalen dat de manager bij de uitvoering van de IMA in geen geval het commerciële eigen belang van de vennootschap (winst), het aandeelhoudersbelang, het werknemersbelang, het belang van andere stakeholders of welk ander belang dan dat van het pensioenfonds dan ook mag laten meewegen. Een verwijzing naar het belangenconflictenbeleid van de manager volstaat in dit verband niet. Wel kan gerefereerd worden aan het orderallocatiebeleid, omdat de manager de belangen van cliënten onderling bij de uitvoering van orders in redelijkheid wel moet kunnen afwegen.

3.3 **Maken certificeringen onderdeel uit van de monitoringbepalingen in de IMA?**

- De manager moet jaarlijks binnen een vastgestelde termijn aan het pensioenfonds een kopie sturen van een door een accountant vastgesteld ISAE 3402 Type II rapport met betrekking tot de rapportage van de manager en zo mogelijk tevens een ISAE 3000 rapport over het vermogensbeheer en de compliance-functie van de manager. De manager moet voldoende inzicht geven in de (scope van de) opdracht aan de accountant.

3.4 **Bevat de IMA een adequate eigendomsgarantie?**

- De IMA dient een eigendomsgarantie ten aanzien van de activa in de portefeuille te bevatten welke zodanig ruim is geformuleerd dat, mede gegeven de *Pensioenfonds OPG/State Street*-zaak,⁴⁸ adequaat wordt gewaarborgd dat op geen enkel moment activa van het pensioenfonds tot de boedel van een insolvente manager of een door hem, direct of indirect, ingeschakelde derde kan gaan behoren.

3.5 **Zijn de beleggingsrichtlijnen conform de door DNB vereiste standaarden?**

Uit de aanwijzing van DNB aan Pensioenfonds Atos Origin van 25 juni 2020⁴⁹ is een aantal minimumvereisten voor

41 Een IMA naar buitenlands recht en/of waarin een buitenlandse rechter bevoegd wordt verklaard is zeker niet meer van deze tijd en laat ik buiten beschouwing. Mocht een pensioenfonds onverhoopt toch nog zo'n verouderde IMA hebben, dan is deze toe aan een onverwijld vervanging.

42 Gesteld bij of krachtens art. 34 PW.

43 Art. 143 lid 1 PW.

44 Art. 135 lid 1 PW.

45 Art. 6:253 BW.

46 In de praktijk wordt dan meestal wel overeengekomen dat de manager het recht heeft om bij een onaanvaardbare eenzijdige wijziging door het pensioenfonds van de SLA de IMA op te zeggen.

47 Dit geldt te meer in het kader van een fiduciair beheerovereenkomst nu bij fiduciair beheer belangenconflicten altijd op de loer liggen. Zie in dit verband tevens de conclusie (en impliciete waarschuwing van DNB) dat pensioenfondsen bij fiduciair beheer onvoldoende aandacht besteden aan het risico op belangenverstrengeling ('Het risico op belangenverstrengeling: iets waar je als pensioenfonds bij het uitbesteden van het fiduciair management aandacht aan moet besteden'), gepubliceerd op de website van DNB op 11 mei 2022.

48 Zie Deel 1 van deze bijdrage.

49 Gepubliceerd op de website van DNB op 3 december 2020.

de inhoud van de beleggingsrichtlijnen af te leiden. Enkele voorbeelden:

- De richtlijnen moeten expliciet vastleggen met welke doelstelling de *benchmark* is opgenomen. Is dat ter vergelijking met het daadwerkelijke behaalde rendement, als richtlijn hoe de manager dient te beleggen of beide?
- Indien het mandaat beleggingen in beleggingsfondsen en andere beleggingsinstellingen toestaat, dan dient in de beleggingsrichtlijnen te worden uitgesloten dat de *look through*-allocatie van die beleggingsinstellingen wat betreft de beleggingscategorieën afwijkt van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds.
- De begrenzingen op het renterisico in de richtlijnen moeten in overeenstemming zijn met het doel dat het pensioenfonds volgens zijn beleggingsbeleid met die begrenzingen wil bereiken. De richtlijnen moeten bovendien kunnen worden aangepast als het beleid van het pensioenfonds over renteaftdekking daartoe aanleiding geeft.
- De allocatie van cash en staatsobligaties moet expliciet worden opgenomen in de beleggingsrichtlijnen en een expliciete link moet worden gelegd met de bedoelde afdekking van het renterisico.
- De manager mag in geen geval afwijken van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. DNB accepteert bijvoorbeeld geen discretionaire ruimte in de beleggingsrichtlijnen voor de manager ten aanzien van uitstaande risico's op derivaten.

Overigens wordt aan IMA's in de praktijk zo goed als altijd een bijlage toegevoegd waarin de beleggingsdoelstelling en de beleggingsrichtlijnen zijn opgenomen. Deze richtlijnen krijgen disproportioneel veel aandacht van DNB, maar in de praktijk behoren deze richtlijnen geenszins tot de heikele punten. Partijen zijn er meestal snel uit. Wel is belangrijk dat met de door DNB geformuleerde al dan niet bovenstaand genoemde minimumvereisten rekening wordt gehouden.

3.6 **Blijft het pensioenfonds onverminderd 'in control' bij onderuitbesteding door de manager?**

- Geen algehele of gedeeltelijke onderuitbesteding van het vermogensbeheer door de manager zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring door het pensioenfonds. Ook geen blanco cheque voor de manager in de IMA om vermogensbeheertaken uit te besteden aan bepaalde groepsmaatschappijen.
- De derde moet door de manager in het onderuitbestedingscontract worden gebonden aan alle relevante regels gesteld bij of krachtens de PW bij uitbesteding van vermogensbeheer waaraan de manager zelf is gebonden in de IMA (zie punt 1 bovenstaand).
- De manager dient een onderuitbestedingscontract met betrekking tot vermogensbeheer te allen tijde vooraf aan het pensioenfonds ter inhoudelijke instemming voor te leggen, zodat het fonds kan verifiëren dat (i) deze onderuitbesteding voldoet aan alle regels bij uitbesteding op grond van de PW, (ii) het fonds na de onderuitbesteding onverminderd, volledig 'in control' blijft, (iii) de juridische positie van het fonds op geen

enkele wijze wordt verzwakt en (iv) de derde op zijn beurt alleen kan onderuitbesteden als aan dezelfde voorwaarden van het pensioenfonds is voldaan (d.w.z. een kettingbeding). Mocht de manager al partij zijn bij een groepsbrede uitbestedingsovereenkomst, dan dient een *sideletter* tussen het pensioenfonds en de manager overeen te worden gekomen met daarin dezelfde voorwaarden van het pensioenfonds.

- De manager dient het pensioenfonds tijdig vooraf adequaat te informeren over uitbesteding van wezenlijke (in EU-terminologie: kritieke of belangrijke) ondersteunende taken, zoals ICT of de compliance-functie, zodat het pensioenfonds in de gelegenheid is om zich hierover tijdig een oordeel te vormen en waar nodig de IMA te beëindigen.

3.7 **Is de regeling van de aansprakelijkheid zodanig dat de uitvoering van de IMA door de manager volledig, onverminderd 'in control' blijft?**

De fiduciaire verplichtingen van het pensioenfonds jegens begunstigten nopen ertoe dat een pensioenfonds te allen tijde schade aan het pensioenvermogen veroorzaakt door een tekortkoming van de manager bij de uitvoering van de IMA volledig op de manager moet kunnen verhalen, behalve indien deze enkel het gevolg is van onvoorzienbare marktontwikkelingen of anderszins overmacht. Indien de manager niet of maar zeer beperkt aansprakelijk kan worden gehouden, ontbreekt tevens een voldoende prikkel om zich maximaal in te spannen voor het pensioenfonds en kan hij contractuele (beleggings)restricties en andere afspraken met voeten treden zonder daarvoor de consequenties te hoeven dragen. Dit staat haaks op de verplichting van het pensioenfonds om onverminderd 'in control' te blijven.

- Conform het Burgerlijk Wetboek ("BW") dient de manager in geval van een tekortkoming in de nakoming van de IMA verplicht te zijn om de schade die het pensioenfonds daardoor lijdt te vergoeden, tenzij deze tekortkoming niet aan de manager kan worden toegerekend.⁵⁰ De door managers in de praktijk soms nog steeds voorgestelde vergaande beperking van aansprakelijkheid tot *negligence*, *willful default* en *fraud* dient in geen geval te worden geaccepteerd.⁵¹
- Geen omkering van de bewijslast. De manager is volgens art. 6:74 lid 1 BW aansprakelijk voor een tekortkoming, *tenzij* deze niet aan hem toerekenbaar is. De wetgever heeft met deze 'tenzij'-clausule beoogd te bewerkstelligen dat de contractspartij die schade heeft geleden alleen een tekortkoming en schade hoeft te stellen en bewijzen, waarna het aan de andere partij is om in rechte aan te tonen dat deze tekortkoming niet aan hem toerekenbaar is. In de praktijk proberen managers de bewijslast ten aanzien van de toerekenbaarheid echter om te keren. Dit effect kan worden bereikt door te bepalen dat de manager slechts aansprakelijk is

⁵⁰ Conform art. 6:74 lid 1 BW.

⁵¹ De Greef, Kleijne & Schoonhoven noemden dergelijke exoneraties in 2014 al "niet meer van deze tijd". R. M.J.M. de Greef, P. Kleijne & A. Schoonhoven, 'Integraal Risicomanagement bij uitbesteding', *TPV* 2014/26.

in geval van een 'toerekenbare tekortkoming'. Dit kan met zich brengen dat het pensioenfonds niet alleen een tekortkoming maar tevens toerekenbaarheid moet stellen en bewijzen. Soms gaat men nog een stap verder door een tegenovergestelde aansprakelijkheidsbepaling voor te stellen waarin staat dat de manager niet aansprakelijk is, tenzij sprake is van een toerekenbare tekortkoming. En wie stelt moet bewijzen en loopt het (mogelijk onoverkoombare) bewijsrisico. De aansprakelijkheidsnorm in de IMA moet derhalve letterlijk aansluiten bij het BW, inclusief de genoemde 'aansprakelijk, tenzij'-formule.

- Ook bij de vraag welke schade vergoed moet worden kan aansluiting worden gezocht bij het BW. Alle schade aan het pensioenvermogen dient vergoed te worden, dat wil zeggen niet alleen geleden verlies, maar ook gederfde winst⁵² alsmede redelijke kosten van het pensioenfonds.⁵³ Dit betekent niet dat de schade daarmee onbeperkt is. Volgens het BW is de te vergoeden schade immers beperkt tot schade die in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de manager berust dat zij hem als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend (kort gezegd, toerekenbare schade).⁵⁴ Een verdere beperking tot 'indirecte schade' (wat dat aan buitenlands recht ontleende begrip ook mag betekenen), zoals regelmatig door managers wordt voorgesteld, voegt alleen maar onduidelijkheid toe en behoort niet te worden geaccepteerd.
- Geen aansprakelijkheidsplafond. Het argument van Laaper dat bij afwezigheid van exoneraties de potentiële schadevergoedingsplicht in geen verhouding staat tot de beloning van de manager overtuigt niet.⁵⁵ Dit risico dient de manager af te dekken in een verzekeringsovereenkomst met adequate polisvoorwaarden, waarbij de manager de premie kan doorberekenen aan zijn klanten. Ook zijn tweede argument dat het pensioenfonds zonder uitbesteding zelf ook fouten kan maken is niet sterk. Om de kans op fouten van het pensioenfonds te beperken wordt het vermogensbeheer immers juist uitbesteed aan een professionele manager en een pensioenfonds mag van die professionaal verwachten dat deze zich zo goed mogelijk tegen beroepsaansprakelijkheid verzekert.
- De IMA dient evenmin te bepalen dat de manager alleen schade aan het pensioenfonds hoeft te vergoeden indien en voor zover aan de manager door diens verzekeraar schade wordt uitgekeerd onder een beroepsaansprakelijkheidspolis, want dan wordt het risico van niet-uitkeren onterecht verlegd van de manager als contractspartij naar het pensioenfonds. Het kan jaren duren voordat er een onaantastbare rechterlijke uitspraak is die de verzekeraar verplicht tot een uitkering en indien uiteindelijk niet hoeft te wor-

den uitgekeerd dan staat het pensioenfonds, dat geheel buiten de rechtsverhouding tussen de verzekeraar en de manager staat, vervolgens met lege handen.

- De manager dient aansprakelijk te zijn voor het handelen en nalaten van alle door hem direct of indirect ingeschakelde derden als was dit een eigen handelen of nalaten.⁵⁶ Uitzonderingen hierop vormen enkel het afsluiten van derivatencontracten met tegenpartijen in naam van het pensioenfonds, mits in overeenstemming met het verschaft mandaat daartoe, en het inschakelen van brokers, want managers aanvaarden in de praktijk in mijn ervaring alleen aansprakelijkheid voor de selectie en het monitoren van brokers, maar niet voor hun handelen en nalaten. Van belang is wel dat in de IMA de manager dient te garanderen dat de *brokerage agreement* wordt afgesloten in naam van het pensioenfonds, zodat het fonds eventuele schade veroorzaakt door de broker op grond van die overeenkomst kan claimen.
- De manager dient het pensioenfonds te vrijwaren tegen claims van derden (bijvoorbeeld begunstigden of brokers) en boetes of andere sancties van bevoegde toezichthouders indien deze zijn gebaseerd op het handelen of nalaten van de manager.

3.8 **Indien aansprakelijkheid van de manager (al dan niet in rechte) is komen vast te staan, heeft het pensioenfonds dan voldoende verhaalsmogelijkheden voor schadevergoeding?**

- De manager moet verzekerd zijn tegen beroepsaansprakelijkheid en de hoogte van de verzekerde som dient te zijn afgestemd op wat verzekeraars bereid zijn om in de markt bij het verzekeren van een institutioneel vermogensbeheerder als de manager maximaal te accepteren. De manager moet voorafgaand aan het sluiten van de IMA en jaarlijks aan het pensioenfonds een certificaat verschaffen waaruit de verzekerde som blijkt.
- Indien aansprakelijkheid van de manager (al dan niet in rechte) is komen vast te staan en de manager blijkt niet in staat om de schade van het pensioenfonds (geheel) te vergoeden, dan moet de manager een beroep kunnen doen op een intra-concern garantie. Alternatief is dat de topholding van de groep waartoe de manager behoort of een goed gekapitaliseerde andere groepsmaatschappij in de IMA toezegt om in te staan voor de verplichtingen van de manager uit hoofde van

52 Art. 6:96 lid 1 BW.

53 Art. 6:96 lid 2 BW.

54 Art. 6:98 BW.

55 P. Laaper, *Uitbesteding in de financiële sector in het bijzonder van vermogensbeheer door pensioenfonds* (Serie Onderneming & Recht, deel 86). Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 223.

56 Dit volgt reeds uit de aansprakelijkheid voor hulppersonen als bedoeld in art. 6:76 BW.

de IMA jegens het pensioenfonds of dat een andere toereikende *keep well-agreement* van toepassing is.

3.9 Is de IMA onmiddellijk opzegbaar?

- De IMA dient aan de kant van het pensioenfonds in geen geval een opzeggingstermijn te bevatten.⁵⁷

3.10 Is de IMA nog up-to-date en bijvoorbeeld ESG-, DORA- en Wtp-proof?

- De manager dient expliciet contractueel gedurende de gehele looptijd van de IMA (a) te zijn gebonden aan het ESG-beleid van het pensioenfonds, inclusief het duurzaamheidsbeleid en de uitsluitingslijst, (b) het pensioenfonds in staat te stellen tot het naleven van internationaal vastgestelde ESG-normen en beginselen en (c) deze ESG-normen en beginselen ook zelf na te leven. De manager kan deze verantwoordelijkheid niet ontlopen door te stellen dat het pensioenfonds hiervoor zelf dient te zorgen in de beleggingsrichtlijnen en de uitsluitingslijst.
- Wijzigingen in wet- en regelgeving moeten onmiddellijk in de IMA worden verwerkt. Zo is recent de Europese Digital Operational Resilience Act ("DORA") op pensioenfonds van toepassing geworden.⁵⁸ Het pensioenfonds zal er daarom in alle IMA's voor moeten zorgen dat de manager hen in staat stelt om de desbetreffende DORA-verplichtingen na te komen en ook zelf geheel DORA-compliant is.
- Recent valt verder te denken aan de input die het pensioenfonds van de manager nodig heeft bij de naleving van de nieuwe zorgplichten bedoeld in de Wtp en het Btp.⁵⁹ Ingevolge de Wtp zal de IMA onder meer een basis moeten scheppen voor de benodigde informatie-uitwisseling en samenwerking in de driehoeksverhouding van de manager met de custodian en de pensioenadministrateur of een andere derde die de begunstigde periodiek (zeg maandelijks) na-

mens het fonds informeert over mutaties in het pensioenvermogen.⁶⁰

- Elke IMA dient tijdig inhoudelijk geëvalueerd en geactualiseerd te worden. De frequentie kan per pensioenfonds en per portefeuille verschillen en is mede afhankelijk van wijzigingen in wet- en regelgeving, ontwikkelingen in de markt en onvoorziene gebeurtenissen, zoals het vertrek van sleutelpersonen, beleidswijzigingen of incidenten bij de manager, maar zal in de regel tenminste elke drie tot maximaal vijf jaar plaats dienen te vinden.⁶¹

De tien bovenstaande punten dienen vanzelfsprekend juridisch-technisch exacter en gedetailleerder te worden geformuleerd in de IMA, nu deze korte praktische checklist enkel beoogt om voor pensioenfonds de gelegenheid te scheppen om nieuwe en bestaande IMA's aan een eerste oppervlakkige toets te onderwerpen. Des te exacter en gedetailleerder de verplichtingen van de manager in de IMA zijn vastgelegd, des te meer het pensioenfonds wat betreft de desbetreffende IMA waarschijnlijk als 'in control' kan worden aangemerkt. Dit volgt ook uit art. 13 lid 2 Besluit uitvoering PW en Wet verplichte beroepspensioenregeling dat 'sluitende afspraken' in de IMA vereist. Op het pensioenfonds rust de plicht om zich in te spannen voor een IMA die redelijkerwijs zo volledig mogelijk is. De ervaring leert overigens dat partijen over die juridisch-technische formuleringen in de IMA er vrijwel altijd met een pragmatisch compromis in de onderhandelingen uitkomen.

Uiteindelijk dient elke IMA inhoudelijk een kritische toets van DNB te kunnen doorstaan. Pensioenfonds zijn in dit verband wettelijk verplicht om elke IMA aan DNB te melden.⁶² Dit dient voorafgaand aan de inwerkingtreding van de IMA te gebeuren als de uitbesteding in de betrokken IMA als 'beheer van het pensioenfonds' kwalificeert. Indien dit criterium niet van toepassing is, wat bij niet-belangrijke en niet-kritieke mandaten waarschijnlijk het geval zal zijn, dan kan de melding aan DNB plaatsvinden tegelijk met het indienen van de jaarstaten. Hoe dit ook zij, DNB beschikt dientengevolge al over een compleet overzicht van door pensioenfonds afgesloten IMA's. Het is dan een kleine stap voor de toezichthouder om die IMA's al dan niet steekproefsgewijs op te vragen en inhoudelijk te beoordelen of pensioenfonds in het belang van be-

⁵⁷ Een boeteclausule bij opzegging is helemaal uit den boze, maar komt in de praktijk nauwelijks nog voor.

⁵⁸ Regulation (EU) 2022/2554 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 on digital operational resilience for the financial sector and amending [...]. Pensioenfonds dienen deze verordening vanaf 17 januari 2025 na te leven. Weliswaar valt DORA buiten de reikwijdte van art. 34 lid 1 PW (deze lacune merkte ik reeds op in paragraaf 2 van Deel 1 van mijn bijdrage), maar het uitbesteden of onderuitbesteden van vermogensbeheer aan een manager die niet DORA-compliant is kan wel worden beschouwd als een overtreding door het pensioenfonds van diens verplichting uit hoofde van art. 143 lid 1 PW om zijn organisatie zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgt.

⁵⁹ De Wtp zal ook tot inhoudelijke wijzigingen van het beleggingsbeleid van pensioenfonds aanleiding geven, die ertoe zouden kunnen leiden dat bijvoorbeeld beleggingspools per leeftijdscohort nodig zijn. De desbetreffende inhoudelijke wijzigingen vallen echter buiten het bestek van deze bijdrage nu ik me hierin alleen richt op de juridische risico's die de Wtp met zich brengt.

⁶⁰ Zie de vorige paragraaf. Deze verplichtingen van de manager zullen naadloos moeten aansluiten bij de verplichtingen in de *custody agreement* en in de uitbestedingsovereenkomst met de pensioenadministrateur (of de derde), zodat de drie partijen binnen de driehoek precies weten wie waarvoor verantwoordelijk is. In die beide andere overeenkomsten zal daarom eveneens een basis voor samenwerking en informatie-uitwisseling dienen te worden gelegd. Het pensioenfonds zal in de drie overeenkomsten moeten bedingen dat het de samenwerking en informatie-uitwisseling proactief kan monitoren.

⁶¹ Voor *custody agreements* ligt een lagere frequentie in de rede, omdat de geld- en effectenrekeningen bij de *custodian* kunnen worden gezien als de infrastructuur van het vermogensbeheer van het pensioenfonds, en kan een stelregel van zes tot maximaal tien jaar worden gehanteerd.

⁶² Art. 14.0a lid 1 Besluit uitvoering PW en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

gunstigden er in die IMA's afdoende voor hebben gezorgd onverminderd, volledig 'in control' te blijven.⁶³ Gelet op de essentiële juridische en operationele uitbestedingsrisico's en het gegeven dat 'in control' staat of valt bij de inhoud van de IMA is het opmerkelijk dat de toezichthouder dit tot op heden kennelijk nog niet eerder heeft onderzocht. Wacht de toezichthouder met dit onderzoek tot het een keer in de praktijk echt goed misgaat en begunstigden ernstig in hun belangen worden geschaad?⁶⁴

4. Slotwoord

Ik realiseer me dat pensioenfondsen momenteel hun handen vol hebben aan de uitvoering van de Wtp nu we midden in de transitiefase zitten. Dit is een gigantische operatie waarbij alle pensioenovereenkomsten, d.w.z. (collectieve) arbeidsovereenkomsten, alsmede uitvoeringsovereenkomsten en pensioenreglementen gewijzigd dienen te worden. Desalniettemin heb ik in deze bijdrage aandacht gevraagd voor de uitbesteding van vermogensbeheer in de IMA, die in het huidige tijdsgewricht niet ondergesneeuwd mag raken.

In Deel 1 van mijn bijdrage stond de vraag centraal wat de thans reeds bestaande juridische risico's zijn bij uitbesteding van vermogensbeheer in de IMA door pensioenfondsen. De conclusie is dat deze risico's aanzienlijk zijn en niet mogen worden onderschat. Gedurende de looptijd van de IMA is het pensioenfonds geheel verantwoordelijk en aansprakelijk voor het handelen en nalaten van een manager met afwijkende belangen. Weliswaar is de kans dat het bij de manager misgaat doorgaans klein, maar als het toch gebeurt kunnen de gevolgen niet alleen voor het pensioenfonds, maar ook voor zijn bestuurders en andere feitelijk leidinggevendenden in privé buitengewoon ingrijpend zijn.

Bij een 'out of control' IMA overtreedt het pensioenfonds de uitbestedingsregels, de verplichting om de organisatie

zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgt en de prudent-person regel.⁶⁵ Een gebrek aan control zal doorgaans tevens leiden tot vervolgovertredingen, bijvoorbeeld het verstrekken van onjuiste informatie aan begunstigden en/of in de rapportage aan de toezichthouder. De toezichthouder is verplicht om bij elke geconstateerde overtreding handhavend op te treden. Indien de overtreding het gevolg is van het handelen of nalaten van de manager, dan zullen de handhavingsmaatregelen zich niet richten tot de manager die de fout feitelijk heeft gemaakt, maar tot het pensioenfonds. Zo kunnen aan het pensioenfonds, fondsbestuurders en andere feitelijk leidinggevendenden bij het pensioenfonds in privé per overtreding forse bestuurlijke boetes worden opgelegd.⁶⁶ Ook zijn de toezichthouders wettelijk verplicht om de desbetreffende sanctiebesluiten, inclusief details van de overtreding en de namen van het betrokken pensioenfonds, diens fondsbestuurders en andere feitelijk leidinggevendenden, openbaar te maken, wat leidt tot reputatierisico. DNB kan fondsbestuurders verder dwingen tot een hertoetsing van hun geschiktheid en/of betrouwbaarheid. Alle sanctiebesluiten leveren voorts een toezichtantecedent op dat een rol kan gaan spelen bij toekomstige benoemingen van de betrokken bestuurders in de pensioensector of elders in de financiële wereld in het kader van de wettelijke betrouwbaarheidstoetsing. Pensioenfondsen en fondsbestuurders kunnen daarnaast civielrechtelijk aansprakelijk worden gesteld voor schade van begunstigden en andere derden als gevolg van het handelen of nalaten van de manager als was het een eigen handelen of nalaten.

In Deel 2 van dit artikel heb ik de hoofdvraag beantwoord of en in hoeverre de inwerkingtreding van de Wtp effect heeft op de benoemde juridische risico's bij het uitbesteden van vermogensbeheer door pensioenfondsen in de IMA. De analyse bovenstaand in paragraaf 2 leidt tot de conclusie dat de thans reeds bestaande aanzienlijke compliance-, reputatie- en aansprakelijkheidsrisico's door de Wtp nog significant toenemen. Een en ander betekent voor pensioenfondsen in de praktijk dat, meer dan ooit, het zaak is dat de juridische risico's bij uitbesteding van vermogensbeheer in een 'in control' IMA optimaal worden afgedekt.

Een pensioenfondsbestuur dat zijn fiduciaire verantwoordelijkheid jegens begunstigden serieus neemt behoort sowieso periodiek (in de regel ten minste iedere drie tot maximaal vijf jaar) elke afgesloten IMA door te (laten) lichten om te beoordelen of deze nog als optimaal 'in control' kan worden gezien. Vooralsnog heeft DNB nagelaten om het pensioenfondsbestuur inhoudelijk hierbij enige handvatten of andere houvast te bieden.⁶⁷ De tienpunten-checklist die ik in de vorige paragraaf heb voorgesteld beoogt hier wel een aanzet toe te geven. De genoemde toetspunten geven aan wat gegeven de huidige praktijk in mijn ervaring mogelijk is. Zeker na de coronapandemie

63 Vooral bij sommige alternatieve beleggingscategorieën, zoals vastgoed en private equity, zal DNB mogelijk constateren dat dit (te) vaak niet het geval is.

64 DNB kan nauwelijks in rechte ter verantwoording worden geroepen voor nalatigheid bij de uitoefening van haar wettelijke taken ongeacht of deze taken voortvloeien uit de Wft of de PW. Art. 1:25d lid 1 Wft bepaalt immers dat de Nederlandsche Bank, de leden van haar directie en raad van commissarissen en haar werknemers niet aansprakelijk zijn voor schade veroorzaakt door een handelen of nalaten in de uitoefening van een op grond van een wettelijk voorschrift opgedragen taak of verleende bevoegdheid, tenzij deze schade in belangrijke mate het gevolg is van een opzettelijk onbehoorlijke taakuitoefening of een opzettelijk onbehoorlijke uitoefening van bevoegdheden of in belangrijke mate te wijten is aan grove schuld. Maar als het een keer echt misgaat bij een uitbestedend pensioenfonds of een uitvoerende manager en begunstigden ernstig in hun belangen worden geschaad, dan kunnen de politieke messen worden geslepen en kan niet worden uitgesloten dat de wetgever de AFM zal aanwijzen als de registrerende danwel vergunningverlenende toezichthouder voor pensioenfondsen, nu deze toezichthouder veelal wordt gezien als proactiever en strenger. Op zich zou deze stap ook niet onlogisch zijn aangezien pensioenfondsen als gezegd na de Wtp meer op beleggingsinstellingen en icbe's (instellingen voor collectieve belegging in effecten) als gedefinieerd in art. 1:1 Wft zijn gaan lijken en de AFM voor deze financiële ondernemingen thans reeds de vergunningverlenende toezichthouder is.

65 Zoals uiteengezet in paragraaf 2 en 3 van Deel 1 van mijn bijdrage.

66 Voor de hoogte verwijs ik naar Deel 1, paragraaf 3.

67 Zie Deel 1 van mijn bijdrage, paragraaf 2.

kan in onderhandelingen over de IMA door pensioenfondsen die in het belang van hun begunstigden hoog inzetten en een vaste ruggengraat tonen een resultaat worden bereikt, ook wat betreft aansprakelijkheid, onderuitbesteding en andere heikele punten, dat eerder nog als onhaalbaar zou worden beschouwd. En dit geldt niet meer alleen voor grote pensioenfondsen, maar tegenwoordig ook voor middelgrote en kleinere fondsen.