

Is het ‘Verbod vergroting risicoprofiel’ beleggingsbeleid absoluut?

TPV 2018/40

1. Inleiding

Het beleggingsbeleid van de Nederlandse pensioenfondsen is van cruciaal belang voor de pensioenen. Eens te meer omdat immers met meer dan € 1300 mld. pensioenkapitaal wordt belegd in Nederland. Niet zelden wordt aangenomen dat de pensioenuitkeringen en toeslagen voor grofweg 70% worden gefinancierd met behaalde rendementen. Het financieringseffect van (gedempte) kostendekkende premies is veel minder groot. Voor het behalen van het noodzakelijke rendement is de algemene opinie enerzijds dat vergroting van risico's kans op hoger rendement geven. Hierbij speelt een grote rol dat de beleggingshorizon relatief lang is (afhankelijk van gemiddelde leeftijd deelnemers). Anderzijds geldt dat creativiteit en flexibiliteit met betrekking tot de beleggingsportefeuille in acht moet kunnen worden genomen. Het niet volgen van de ‘massa’ of het investeren in innovatieve producten kan het verschil maken. Bovendien is er gelet op de ‘staatsobligatiemarkt’ met lage rendementen steeds meer belangstelling voor bijvoorbeeld illiquide beleggingen, zoals private credit, private equity en infrastructuur of vastgoed allocaties.² Het behalen van rendement met staatsobligaties is te onzeker en zelfs risicovol wat betreft langlopende staatsobligaties.³

Gelet op het feit dat veel pensioenfondsen de norm van het vereist eigen vermogen (VEV) niet halen (reservetekort), geldt in beginsel het verbod om het risicoprofiel van het beleggingsbeleid te vergroten (het *Verbod Vergroting Risicoprofiel*). Dat brengt beperkingen mee voor beleggingskeuzes. In dit artikel beoordelen wij dit verbod in samenhang met de prudent-person regel overeenkomstig art. 135 Pensioenwet (PW) en het ‘evenwichtigheidsvereiste’ ten aanzien van dat beleid op grond van art. 105 lid 2 PW. De vraag is of het Verbod Vergroting Risicoprofiel absoluut is of kan zijn. In dit artikel wordt niet ingegaan op de formele normen (procedureregels) ten aanzien van de beleggingscyclus van pensioenfondsen zoals het vaststellen van de doelstelling en beleidsuitgangspunten na gedegen onderzoek (ALM-studie) en die van belang zijn bij wijziging van het beleggingsbeleid, zoals overleg met fondsorganen en verantwoordingsprocedures en de organisatiestructuur (governance) of de meldplicht aan DNB.

2. Risicoprofiel beleggingsbeleid

Aangezien ‘risicoprofiel’ geen wettelijke term is, geldt dat daaronder daarmee enerzijds wordt bedoeld op de risico's ten aanzien van de waardeontwikkeling van de beleggingen. Dat zijn de ‘klassieke’ beleggingsrisico's, zoals het risico van koersdalingen ten aanzien van de aandelenportefeuille of staatsobligatieportefeuille en het valutarisico of het operationeel risico. De waarde van de aandelen kan dalen indien de desbetreffende onderneming slecht presteert. De waarde van de staatsobligatieportefeuille kan dalen indien de rente stijgt tot boven de couponrente van de staatsobligaties in die portefeuille. Uiteraard speelt de kredietwaardigheid van de verstrekker ook een rol. In geval van staatsobligaties valt het kredietrisico te nuanceren indien Europese landen veelal kredietwaardig zijn. Voornoemde risico's zijn weer afhankelijk van de gekozen asset allocatie (beleggingsmix) en de bandbreedtes. Anderzijds wordt het risicoprofiel ook beïnvloed door de waardeontwikkeling van de pensioenverplichtingen. Dat is een wezenlijk verschil met de reguliere beleggingspraktijk. De waarde van de beleggingen wordt namelijk vergeleken met de waarde van de pensioenverplichtingen. De waardeontwikkeling van de pensioenverplichtingen kan extreem volatiel zijn, omdat deze wordt gewaardeerd tegen een maandelijks door DNB gepubliceerde ‘risicovrije’ marktrente, meer in het bijzonder de rente die wordt afgeleid uit de markt (‘swapcurve’) voor de waardering van de kortlopende verplichtingen.⁴ Bij daling van de marktrente stijgt de waarde van de pensioenverplichtingen en daalt de dekkinggraad van het pensioenfonds. Die rente-involed wordt deels gecontroleerd (afgedekt) door langlopende renteopbrengsten veilig te stellen (staatsobligaties of derivaten) en vormt daardoor onderdeel van het risicoprofiel.

3. Verbod Vergroting Risicoprofiel

Het Verbod Vergroting Risicoprofiel is neergelegd in art. 138 PW in samenhang met art. 16 lid 4 Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (*Besluit ftk*). Het risicoprofiel mag niet doelbewust, dat wil zeggen als gevolg van beleidswijziging, vergroot worden indien er een reservetekort bestaat. Het VEV is de solvabiliteitsmaatstaf op basis waarvan met een zekerheid van 97,5% bij een horizon van één jaar de verplichtingen voldoende zijn afgedekt. Dat maakt het VEV de maatstaf voor (vergroting van) het risicoprofiel. Voor beoordeling of sprake is van toename van het risicoprofiel wordt gekeken naar het VEV voorafgaande de besluitvorming van het pensioenfonds en niet naar het VEV bij aanvang van het tekort. Dat maakt dat een daling van het VEV van bijvoorbeeld 22% naar 18% geen ruimte geeft voor aanpassing van het risicoprofiel. Stijging

1 Mr. R.F. van der Ham en mw. mr. L.A.J. Kuijpers zijn beiden werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff.

2 Zie bijvoorbeeld ‘Illiquide beleggingen in opmars’, *Pensioen Bestuur & Management* 2018, 21, afl. 2 en ‘Vastgoedallocatie kansrijk’, *Pensioen Bestuur & Management* 2018, 49, afl. 2.

3 Zie bijvoorbeeld dr. M.H.C. Lever, ‘Pensioen en rente’, *TPV* 2017/42.

4 Zie ‘open boek’ toezicht pensioenfondsen DNB (www.dnb.nl).

van de VEV van 18% naar 20% stuit in dat geval op het Verbod Vergroting Risicoprofiel. Uitgangspunt is te voorkomen dat pensioenfondsen meer beleggingsrisico nemen waardoor het risico op slechtere uitkomsten wordt vergroot. Innovatieve beleggingsproducten moeten zo uitgeruild worden tegen bijvoorbeeld de reguliere aandelenportefeuille.

Bij de inwerkingtreding van het Besluit ftk is wel een uitzondering gemaakt op dit verbod. Pensioenfondsen die op 1 januari 2015 een reservetekort hebben is eenmalig de mogelijkheid geboden om het risicoprofiel van het strategisch beleggingsbeleid te vergroten, mits het ten tijde van de daadwerkelijke aanpassing over het minimaal vereist eigen vermogen,⁵ beschikt.⁶ Deze vergroting van het risicoprofiel kan alleen plaatsvinden indien dit past binnen de afgesproken risicohouding en bij de doelstellingen en overige beleidsuitgangspunten van het pensioenfonds. Daarnaast geldt dat uiteraard rekening moet worden gehouden met de prudent-person regel, beheerste en integere bedrijfsvoering en de regels voor uitbesteding (van het vermogensbeheer).⁷ Deze eenmalige mogelijkheid is puur geboden om pensioenfondsen ruimte te bieden om binnen het risicoprofiel de beleggingsportefeuille aan te passen aan nieuwe omstandigheden en visies.

In het kader van deze eenmalige mogelijkheid ter vergroting van het risicoprofiel heeft DNB een instructie opgesteld waar (het bestuur van) pensioenfondsen aan moeten voldoen.⁸ De vergroting van het risicoprofiel dient gemeld te worden bij DNB. DNB beoordeelt vervolgens of het bestuur van het pensioenfonds de belangen van de verschillende deelnemers evenwichtig heeft afgewogen, voldoende oog heeft gehad voor de effecten op de verscheidende leeftijdscohorten, de verschillende stakeholders zijn gekend in de besluitvorming en of de neerwaartse risico's voldoende in kaart zijn gebracht.⁹

4. Nunancering of eerste kanttekeningen Verbod Vergroting Risicoprofiel?

Het is wel duidelijk dat het Verbod Vergroting Risicoprofiel de beleggingsvrijheid van pensioenfondsen beperkt. De gevolgen hiervan kunnen enerzijds worden gerelativeerd. Voor veel pensioenfondsen met een reservetekort geldt dat er gebruik is gemaakt van het overgangsrecht door eenmalig het risicoprofiel te vergroten in verband met de aanpassing van het Financieel toetsingskader per 1 januari 2015. Wellicht dat pensioenfondsen zonder reservetekort ook een dergelijke aanpassing hebben gedaan. De bandbreedte van het risicoprofiel zal dan zo gekozen zijn dat verruiming daarvan niet direct nodig is. Het is immers toegestaan na een waardedaling van een deel van de beleggingsportefeuille terug te keren naar de beoogde beleg-

gingsmix in het strategisch beleggingsbeleid bij aanvang van de herstelperiode, ook als dit de facto een vergroting van het VEV van de beleggingsportefeuille betekent. Het is ook mogelijk om een dynamisch strategisch beleggingsbeleid¹⁰ of een dynamisch strategisch risicoprofiel te hantieren.¹¹ In deze situaties is een verhoging van het VEV toegestaan als het pensioenfonds binnen het vooraf vastgestelde dynamisch strategisch beleggingsbeleid blijft. Omdat het pensioenfonds al eerder heeft gekozen voor het dynamisch karakter van het risicoprofiel en dit heeft onderbouwd tegen de achtergrond van de prudent-person regel en ook heeft vastgelegd, wordt het niet gezien als een doelbewuste vergroting van het risico op het moment dat het pensioenfonds hier daadwerkelijk gebruik van maakt. Anderzijds geldt dat de betekenis van het Verbod Vergroting Risicoprofiel niet onderschat mag worden. De uitzonderingsmogelijkheid is eenmalig, terwijl de aard van de beleggingspraktijk flexibiliteit en het nemen van risico's vergt. 'Tekorten' worden doorgaans niet terugverdiend met het vasthouden aan een lager risicoprofiel. Bovendien geldt dat de kapitaalmarkt over een langere termijn een bepaalde robuustheid heeft en pensioen nog steeds een lange termijn (beleggings)product is. Daarbij past geen al te grote risicoaversie. Niet in de laatste plaats geldt dat 'beleggingsrisico's' niet een vastomlijnde betekenis kunnen hebben omdat dat afhangt van de marktomstandigheden. Opties en aandelen zijn niet per definitie gevaarlijk, net zo min als obligaties altijd een zeker beleggingsobject vormen. Daarbij geldt dat ook nog eens rekening moet worden gehouden met 'a-typische' beleggingsrisico's zoals de rente-Invloed op de waardeontwikkeling van de pensioenverplichtingen. Die rente-Invloed of dat renterisico wordt gemiddeld voor 50% afgedekt door de pensioenfondsen.¹² Dat heeft een grote impact op het beleggingsbeleid, omdat enerzijds relatief laag renderende staatsobligaties moeten worden gekocht met een zoveel als mogelijk gelijke looptijd als de pensioenverplichtingen en anderzijds rentezekerheid moet worden gekocht met rentederivaten die relatief duur zijn.¹³

5. Dekkingstekort en Verbod Vergroting Risicoprofiel

Het is sneller verdedigbaar dat het Verbod Vergroting Risicoprofiel absoluut is in de situatie van een dekkingstekort (het minimaal VEV), omdat in die situatie nagenoeg geen buffers meer bestaan voor financiële tegenvallers. In sommige gevallen kan dat omslaan tot een gebod van vermindering van het risicoprofiel. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de uitspraak van de bestuursrechter te Rotterdam op 25 april 2013.¹⁴ Alhoewel in die rechtszaak geen principiële vragen omtrent het Verbod Vergroting Risicoprofiel lijken te zijn gesteld, geldt dat de aanwijzing van DNB tot

5 Dit wordt beoordeeld op basis van de beleidsdekkingsgraad.

6 Zie art. 36 Besluit ftk.

7 Rapport 'Wijziging Risicoprofiel Pensioenfondsen', november 2015.

8 Zie Open boek toezicht 'Instructies vergroten risicoprofiel in tekort', DNB 9 april 2015.

9 Zie Open boek toezicht 'Instructies vergroten risicoprofiel in tekort', DNB 9 april 2015.

10 Het percentage zakelijke waarden zou dan afhangen van de dekkingsgraad van het pensioenfonds.

11 De mate van renteafdekking zou dan afhangen van de hoogte van de rente of de dekkingsgraad.

12 Zie rapport 'Renteafdekking van Pensioenfondsen', DNB 2015.

13 Zie uitgebreid rapport 'Renteafdeling van Pensioenfondsen', DNB 2015.

14 Rb. Rotterdam 25 april 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ9201.

afbouw van de zakelijke waarden tot een prudent niveau, tot beheersing van het beleid van renteafdekking, valuta-risico en tot vermindering van het kredietrisico op de werkgever, rechtmatig werden geoordeeld. Daardoor daalde de norm van het VEV van 35% naar 15%. Dat betekende dat het standpunt van het pensioenfonds om bij een dekkingsgraad tot (ver) onder 100%, het strategisch beleggingsbeleid maar beperkt aan te passen door wijziging van de verhouding zakelijke waarden en vastrentende waarden van 70/30 naar 60/40 geen stand hield. Hoewel de uitspraak op bepaalde punten goed te volgen is, zijn er ook wel bemerkings. Het pensioenfonds hield namelijk vast aan de keuze niet tot verhoging van renteafdekking over te gaan, omdat de rente historisch laag stond. Het is maar zeer de vraag of dat een besluit is dat niet in het belang is van de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden. Bovendien is het maar zeer de vraag of de forse derisking wel evenwichtig is en of er niet eerder een tussenweg gevonden had moeten worden. Derisking in een situatie van een substantieel dekkingstekort kan al snel worden aangemerkt als 'verlies nemen'. Opvallend is dat niet lijkt te zijn verdedigd dat derisking tot de norm van het VEV van 24% (van het gemiddelde pensioenfonds) de aanwijzing van DNB onrechtmatig maakt, eens temeer in het kader van de typisch bestuursrechtelijke beginselen van de de 'minste pijn' (evenredigheids- en proportionaliteitsbeginsel).

6. Conflicterende wettelijke bepalingen?

De samenhang tussen het Verbod Vergroting Risicoprofiel en de prudent-person regel of art. 105 lid 2 PW lijkt onderbelicht te zijn gebleven in de rechtspraak. Uitgangspunt is immers dat de enige inhoudelijke wettelijke eis die gesteld is aan het beleggingsbeleid inhoudt dat een prudent beleggingsbeleid wordt gevoerd overeenkomstig art. 135 PW. Dat artikel dient in samenhang met art. 105 lid 2 PW, dat inhoudt dat de belangen van betrokkenen op evenwichtige wijze vertegenwoordigd worden, geïnterpreteerd te worden.

De prudent-person regel is de implementatie van de Europese Richtlijn 2003/41/EG en kwalificeert als dwingend recht (gebod). Pensioenfondsen hebben geen vrijheid om een ander beleggingsbeleid te voeren dan overeenkomstig de prudent-person regel. Dit volgt uit de zin 'voert een beleggingsbeleid in overeenstemming met de prudent-person regel'. Het is de beperking van de vrijheid van pensioenfondsen in het kader van de andere belangen, namelijk die van de deelnemers en gepensioneerden en het algemeen (welvaarts)belang waarvoor financiële stabiliteit en zekerheid vereist is. Dit betekent tegelijkertijd dat geen strengere eis kan gelden dan hetgeen voortvloeit uit de prudent-person regel. Die eis prudent te beleggen is dus tegelijkertijd ook een recht op een zekere beleggingsvrijheid.

Het is daarom interessant de betekenis van de norm vast te stellen. De norm zelf bepaalt namelijk uiteindelijk in welke mate de beleggingsvrijheid is beperkt. Behoudens een aantal strikte voorwaarden ten aanzien van het investeren in de sponsor (aangesloten werkgever) geldt dat de

norm bestaat uit algemene kwalitatieve regels van art. 13 Besluit financieel toetsingskader (*Besluit ftk*) die zien op:

1. waarborging van veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel;
2. afstemming van de looptijd van de beleggingen met de aard en duur van de verwachte pensioenuitkeringen;
3. het beleggen op hoofdzakelijk gereguleerde financiële markten;
4. het voorkomen van bovenmatige afhankelijkheid van of vertrouwen in bepaalde waarden (diversificatie).

Bij de inwerkingtreding van de Pensioenwet is in de wetgeschiedenis bevestigd dat de eerdere implementatie van de Europese richtlijn 2003/41/EG ten aanzien van de prudent-person regel in art. 9ba lid 3 PSW niet is aangescherpt. De Nederlandse wetgever heeft wel gebruikgemaakt van de (enige) uitzonderingsmogelijkheid op het diversificatievereiste ten aanzien van het beleggen in staatsobligaties.¹⁵ Aangezien slechts ten aanzien van beleggingen in niet gereguleerde financiële markten en leningen aan de sponsor beperkingen tot een prudent niveau zijn vastgesteld, lijken er voor het overige geen wettelijke kwantitatieve restricties te gelden ten aanzien van de te kiezen beleggingsmix anders dan dat die ook prudent moet zijn.

Voor de grote mate van beleggingsvrijheid zijn aanknopingspunten te vinden in het arrest van de Hoge Raad waarin bijvoorbeeld is geoordeeld dat het geen feit van algemene bekendheid is dat de samenstelling van het beleggingsprofiel (80%-100% aandelen) in strijd is met een conservatief en behoudend beleggingsbeleid.¹⁶ Doordat niet snel een communis opinio bestaat over wat een optimale 'asset allocation'¹⁷ inhoudt, ontstaat meer beleggingsvrijheid.¹⁸ In het verlengde hiervan kan dus ook niet snel een vaste regel bestaan ten aanzien van beleggingsrisico's. Dit oordeel ligt ook in lijn met het oordeel van het College van Beroep voor het bedrijfsleven d.d. 10 september 2013. Het is aan de pensioenfondsen om de prudent-person regel uit te leggen en het beleggingsbeleid daarop af te stemmen.¹⁹ Dit betekent dat de pensioenfondsen een zekere beoordelingsvrijheid hebben en dat DNB het beleggingsbeleid in beginsel dient te respecteren. Wat prudent is, is behoudens hetgeen gesteld is over de gereguleerde financiële markten (veiligheid en kwaliteit) en de waarborging van de liquiditeit voor de lopende pensioenuitkeringen, lijkt dus niet vooraf vast te stellen maar zal telkens afhangen van de (markt)omstandigheden van het geval en op dat moment (niet achteraf). Het is daarom vooral de kunst de relevante omstandigheden vast te stellen en de te maken afweging ten aanzien van het beleggingsbeleid daarop te baseren. Naast de rele-

15 Zie MvT PW Algemeen deel, *Kamerstukken II* 30413, 3, p. 92 en MvT PW Artikelsgewijze toelichting, *Kamerstukken II* 30413, 3, p. 258 t/m 260.

16 HR 10 september 2010, *LJN* BM8913.

17 Beleggingsmix, samenstelling van de beleggingsportefeuille.

18 Mr. R.F. van der Ham, 'Prudent person-regel in internationaal perspectief', *TPV* 2013/54.

19 Zie r.o. 5.3 uitspraak CBB 10 september 2013, *ECLI:NL:CBB:2013:104*.

vante marktomstandigheden betreffende de beleggingsproducten en de ontwikkeling in de vooral gereglementeerde financiële markten die door beleggingsdeskundigen moeten worden geïnterpreteerd, gaat het daarnaast ook om het beoogde en tevens noodzakelijke rendement dat behaald moet worden ter voorkoming van kortingen en in het kader van toeslagbeleid en de risico's die het pensioenfonds accepteert en ook kan dragen.

Dit recht op een zekere beleggingsvrijheid wordt begrensd door het gebod rekening te houden met de belangen van alle betrokkenen. Die begrenzing is echter heel erg lastig te bepalen omdat dus niet snel een communis opinio bestaat over wat een optimale 'asset allocation' inhoudt.

Het Verbod Vergroting Risicoprofiel conflicteert aan deze norm van art. 135 PW dat het recht geeft op een zekere beleggingsvrijheid. In juridische zin speelt de rechtsvraag of een absoluut Verbod Vergroting Risicoprofiel, neergelegd in de lagere wetgeving van de Algemene maatregel van bestuur, zijnde art. 16 lid 4 Besluit ftk, rechtskracht heeft indien er sprake is van strijdigheid met de hogere wettelijke regel van art. 135 PW, zijnde de wet in formele zin.

Getoetst dient te worden of aanpassing van het beleggingsbeleid door bijvoorbeeld vergroting of verkleining van het risicoprofiel leidt tot (bestendinging van) een prudent beleggingsbeleid. Die toets zal in die zin telkens gedaan moeten worden met inachtneming van alle omstandigheden van het geval. Het is niet voorstelbaar dat in alle gevallen de vergroting van het risicoprofiel betekent dat het beleggingsbeleid niet meer prudent is. Dat hangt immers af van de omstandigheden waarbij het beleggingsbeleid uitgangspunt is en uiteraard ook de mate van het reservetekort. Wat als een pensioenfonds reeds 75% VEV heeft gevormd en (iets) minder defensief wil beleggen waardoor het VEV met enkele procespunten stijgt? Het kan in bepaalde gevallen juist heel prudent zijn om meer of andere risico's te nemen, bijvoorbeeld indien de staatsobligatieportefeuille relatief groot is en bestaat uit laag renderende obligaties.

De volgorde van prioriteit die de wetgever heeft gekozen is dat beleggingsvrijheid begrensd door de prudent-person regel vooropstaat en daaraan de toe- of afname van de norm betreffende solvabiliteitsbuffers is gekoppeld. Een hoger risicoprofiel leidt tot een hogere norm van het VEV. Daarmee correspondeert niet dat de mate van aanwezigheid van de solvabiliteitsbuffers bepalend is voor de kwantitatieve invulling van het beleggingsbeleid doordat het strategisch beleggingsbeleid niet zou mogen worden aangepast op grond van art. 16 lid 4 Besluit ftk. De buffervereisten geven zo een al te grote kwantitatieve beperking die nadrukkelijk niet is beoogd. Uitgangspunt daarbij is dat de wetgever er niet voor heeft gekozen kwantitatieve normen te stellen, terwijl de Europese richtlijn 2003/41/EG daarvoor wel de mogelijkheid geeft. Er bestaat een bevoegdheid nadere regels te stellen die zien op de periode van herstel en het herstelplan op grond van art. 138 PW. In art. 138 PW valt echter niet af te leiden dat het beginsel van het voeren van een prudent beleggingsbeleid nader ingevuld kan worden door een absoluut Verbod Vergroting Risicoprofiel. Het is dus voor-

stelbaar dat het verbod dat volgt uit art. 16 lid 4 Besluit ftk buiten toepassing wordt gelaten wegens het 'conflict' met de hogere regel van art. 135 PW. De rechter is bevoegd de hogere wetgeving voor te laten gaan op de lagere wetgeving (*Lex superior derogat legi inferiori*) en de speciale wetsbepaling voor te laten gaan op de algemene wetsbepaling (*Lex specialis derogat legi generali*). Daarvoor gelden ook belangrijke aanknopingspunten omtrent de bedoeling van de wetgever die volgen uit de wetsgeschiedenis. Hieruit kan enerzijds worden afgeleid dat het risicoprofiel van het beleggingsbeleid de hoogte van het te vormen vereist eigen vermogen bepaalt en niet andersom. Dat betekent dat een hogere buffer moeten worden gevormd indien meer beleggingsrisico's worden genomen. Dat betekent echter niet dat het risicoprofiel moet worden aangepast indien het vereist eigen vermogen daalt. De wetgever heeft daarbij benadrukt dat DNB de pensioenfondsen niet zal dwingen om de beleggingsmix aan te passen. Zelfs ten aanzien van 'renteafdekking' is bevestigd dat DNB ruimte dient te laten zolang er geen sprake is van een dekkingstekort (minimaal vereiste eigen vermogen).²⁰

7. Biedt ontheffing Verbod Vergroting Risicoprofiel alternatief?

Art. 141 PW geeft DNB de discretionaire bevoegdheid in individuele gevallen op basis van maatwerk (en onder voorwaarden) ontheffing te verlenen voor het Verbod Vergroting Risicoprofiel. Vorenstaande principiële vraag geeft ongetwijfeld kleur aan de behandeling van een dergelijk verzoek. Daarnaast is in ieder geval van belang dat enerzijds wordt onderbouwd dat het belang van de deelnemers en gepensioneerden is gediend en anderzijds dat redelijkerwijs niet kan worden voldaan aan het verbod en dat de doeleinden die hiermee worden beoogd anderszins worden bereikt.

Eerder gaf DNB in 2012 ontheffing aan een aantal pensioenfondsen die de hoge renteafdekking wilden afbouwen vanwege de invoering van de UFR en in hun beleggingsbeleid onvoldoende compensatie konden vinden. Duidelijk is echter wel dat de onderbouwing van een dergelijk verzoek, met name ten aanzien van de tweede eis dat redelijkerwijs niet aan de vereiste groei naar herstel kan worden voldaan, de drempel hoog maakt. Dat maakt dat het in bestuursrechtelijke zin ook niet eenvoudig is om de bestuursrechter een afwijzend besluit tot ontheffing van DNB te laten vernietigen. Dergelijke besluiten kwalificeren als besluit in de zin van art. 1:3 Algemene wet bestuursrecht (Awb), zijnde de publiekrechtelijke rechtshandeling jegens het pensioenfonds op grond van art. 151 PW in samenhang met titel 5.2 Awb. Het toezicht is gericht op naleving van de in de Pensioenwet vastgelegde normen. Tegen die besluiten staat dus beroep open bij de bestuursrechter op grond van de Awb.

Aangezien de wetgever geen inhoudelijke normen in art. 141 PW heeft vastgesteld, is min of meer aan DNB overgelaten hoe met de bevoegdheid tot ontheffing wordt

²⁰ Nota naar aanleiding van het verslag PW, *Kamerstukken II* 30413, 17, p. 81.

omgegaan. Dat betekent dus dat DNB beslissingsruimte heeft die bestuursrechtelijk wordt geïdentificeerd als een discretionaire bevoegdheid. Die vaststelling heeft gevolgen voor de bestuursrechtelijke toets van het bestreden besluit tot afwijzing van het ontheffingsverzoek. De drempel is dan hoog, omdat pas tot vernietiging van het bestreden besluit van DNB²¹ wordt geoordeeld indien de afwijzing kennelijk onredelijk is gelet op alle omstandigheden. Dat betekent dat DNB in redelijkheid niet tot het oordeel heeft kunnen komen. Niet genoeg is dus als de rechter oordeelt dat hij een ander besluit zou hebben genomen. Aangetoond dient te worden dat het pensioenfonds redelijkerwijs niet aan het verbod van vergroting risicoprofiel kan voldoen.²² Dit wordt ook wel de marginale toetsing genoemd. Dit betekent evenwel niet dat DNB volledige vrijheid heeft om dergelijke verzoeken af te wijzen. Indien het verzoek tot ontheffing (rekenkundig) goed is onderbouwd en wijziging van het risicoprofiel aantoonbaar in het belang is van de deelnemers en gepensioneerden, kan het oordeel zijn dat DNB het verzoek in redelijkheid niet kan afwijzen. Het is niet ondenkbaar dat de motivatie ter vergroting van het risicoprofiel, gelet op de huidige marktomstandigheden met de zeer lage rente die kan stijgen indien het opkoopbeleid van de Centrale Bank van Europa verder wordt afgebouwd, meebrengt dat het vasthouden aan de relatief grote mate van renteaftdekking niet langer verdedigbaar is. Renteaftdekking is kostbaar en maakt afhankelijk van derivatenmarkt.²³ Zoals uit de wetsgeschiedenis is af te leiden heeft onvoldoende afstemming ook een prijskaartje. Er was oog voor het feit dat een perfecte afstemming tussen bezittingen en verplichtingen zo niet onmogelijk dan in ieder geval moeilijk en kostbaar is en ten koste gaat van rendement. Dit is de reden dat op basis van dit wetsvoorstel voor resterende, niet afgestemde risico's vermogensbuffers worden gevraagd.²⁴ Het is dan wel opvallend dat die buffers dan ook bij wijze van achteraf bepalen of een strategische beleggingsmix mag worden aangepast.

Bovendien is interessant of het uitgangspunt van beleggingsvrijheid met de begrenzing van de prudent-person regel niet zwaar zou moeten wegen in het kader van de ontheffing van het verbod vergroting risicoprofiel. Het besluit dient namelijk wel in overeenstemming te zijn met het 'geschreven recht'. De vraag van conflicterende wettelijke bepalingen kan hier dus ook een rol spelen bij de toetsing. In die zin wordt de beoordelingsvrijheid van DNB begrensd door deze wettelijke regel. De rechter toetst een dergelijk standpunt zeker niet marginaal.

Ook geldt dat betekenis toekomt aan het ongeschreven recht dat wordt beheerst door de beginselen van behoorlijk bestuur. Meest in het oog springende beginselen zijn dat de beginselen die zien op de inhoud zoals het rechtszekerheid- en vertrouwensbeginsel en het evenredigheids- en proportionaliteitsbeginsel. Pensioenfondsen

moeten kunnen vertrouwen op eerdere beslissingen en de afwijzing van de gevraagde ontheffing dient niet onevenredig zwaar te zijn.

Bij de beoordeling van het rechtszekerheid- en vertrouwensbeginsel kan meespelen dat DNB geen aanwijzingsbesluiten neemt binnen een bepaalde bandbreedte van beleggingsbeleid. In dat kader is het rapport 'Renteaftdekking pensioenfondsen' van november 2015 interessant. Daaruit valt af te leiden wat ongeveer de uitersten zijn van het gevoerde strategische beleggingsbeleid. Bovendien geldt dat in mei 2017 is gebleken dat bij 181 herstelplannen van pensioenfondsen de vereiste dekkingsgraad 123,9% is. Dat wil zeggen dat een VEV noodzakelijk is van 23,9%. Deze grove duiding van grenzen of kaders zouden in die gedachte dus moeten gelden voor alle pensioenfondsen zodat geen Verbod Vergroting Risicoprofiel past. Moeilijk valt in te zien dat deze 181 pensioenfondsen in herstel een strategisch beleggingsbeleid mogen voeren dat een VEV vereist van 23,9%, terwijl vergroting van het risicoprofiel bij andere fondsen van 118% naar 123,9% niet zou zijn toegestaan. In dit kader was het VEV bij inwerkingtreding van de Pensioenwet zelfs meestal 30%. In de wetsgeschiedenis is benadrukt dat de toezichthouder de pensioenfondsen in beginsel niet zal dwingen om de beleggingsmix aan te passen. Er was toentertijd oog voor het feit dat een lager risicoprofiel leidt tot minder hogere rendementen.²⁵

Afwijzing van het verzoek kan daarnaast disproportioneel zijn omdat de balans tussen 'zekerheid' of 'risicoreductie' en het streven naar een noodzakelijk rendement te zeer verstoord kan raken. Het standaardbesluit dat illiquide beleggingen of andere beleggingscategorieën zoals bijvoorbeeld vastgoed of infrastructuur moeten worden uitgeruild met reductie van de aandelenportefeuille, kan daarvan een voorbeeld zijn. Opnieuw geldt dat in dit kader beleggingsvrijheid gezien kan worden als een fundamenteel recht op grond van art. 135 PW. Het standpunt dat er niet voldoende rechtvaardiging bestaat tot beperking van dat recht dwingt ook tot een evenredigheids- of proportionaliteitstoets.

8. Conclusie

De Nederlandse pensioenfondsen dienen in overeenstemming met de prudent-person regel een beleggingsbeleid te voeren. Duidelijk is dat een zekere vrijheid door pensioenfondsen wordt ervaren ter zake de inrichting van het strategisch beleggingsbeleid. Dit is ook juist, nu de pensioenfondsen in beginsel zelf naar eigen inzicht kunnen beleggen. Het is aan DNB als toezichthouder om uiteindelijk te controleren of de open norm van de prudent-person regel op een goede wijze is ingevuld. Toch wordt die vrijheid fors ingeperkt voor de gevallen waarin nog geen afdoende VEV is gevormd.

Op basis van het Verbod Vergroting Risicoprofiel blijkt immers dat het risicoprofiel van het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds niet mag worden vergroot in het geval van een reservetekort. Hoewel eenmalige mogelijkheden zijn geboden ter vergroting voor het

21 Art. 1:3 Awb.

22 Zie p. 19 Rapport 'Wijziging Risicoprofiel pensioenfondsen', november 2015.

23 Zie 'Pensioen en rente: rol van contract, toezichthouder en beleggingsbeleid', TPV 2017/42.

24 MvT PW Algemeen deel, *Kamerstukken II* 30413, 3, p. 259.

25 Zie Nota naar aanleiding van het verslag PW, *Kamerstukken II* 30413, 17, p. 81.

risicoprofiel van pensioenfondsen in onderdekking en de gevolgen van het Verbod Vergroting Risicoprofiel enigszins kunnen worden genuanceerd, blijft wel feit dat dit verbod niet onderschat moet worden. Immers raakt het de kern van het beleid van de pensioenfondsen, namelijk beleggen. Beleggen vergt nu eenmaal naar zijn aard het nemen van risico's en (enige) flexibiliteit. In Nederland zijn er vele pensioenfondsen met een reservetekort en waarbij aldus nog geen volledig VEV is gevormd. Dit maakt dat die pensioenfondsen *de facto* maar weinig beleggingsruimte wordt geboden; zij zullen risico's moeten uitruilen binnen de gestelde bandbreedte.

Juridisch gezien zal moeten worden getoetst of aanpassing van het risicoprofiel leidt tot (bestending van) een prudent beleggingsbeleid. De leer is in principe dat de beleggingsvrijheid van pensioenfondsen wordt begrensd door de prudent-person regel. Daar past technisch gezien geen absoluut verbod bij. Al met al kan worden geconcludeerd dat het Verbod Vergroting Risicoprofiel ten aanzien van het beleggingsbeleid bij een reservetekort van pensioenfondsen thans te strikt is en te weinig ruimte laat voor pensioenfondsen om hier op een flexibelere wijze mee om te gaan. De enkele afweging dat voor ieder pensioenfonds het strategisch beleggingsbeleid *de facto* maatwerk is en dat de visie ten aanzien van de ontheffing van het Verbod Vergroting Risicoprofiel niet langer kan worden omlijnd puur vanwege het feit dat alle omstandigheden meegewogen moeten worden, is ons inziens niet afdoende.

Een aanbeveling zou zijn dat er een nader beleid komt waarin de toetsingsmaatstaf is neergelegd voor de beoordeling van de prudent-person regel en in het verlengde daarvan (de ontheffingsgrond in het kader van) het Verbod Vergroting Risicoprofiel. Op die manier komt er een nadere duiding voor pensioenfondsen en wordt een al dan niet onterecht beroep op willekeur voorkomen.