

## Prudent person regel in internationaal perspectief

'Many assumptions underlying the way economists, policymakers and regulators have traditionally viewed pension schemes no longer apply.'<sup>2</sup>

35

### Inleiding

De werkgever is verplicht om de uitvoering van de pensioovereenkomst onder te brengen bij een pensioenuitvoerder, waaronder een pensioenfonds<sup>3</sup> kan worden geschaard. De primaire taakstelling van een pensioenfonds is het veiligstellen van pensioenaanspraken en pensioenrechten, buiten het ondernemingsvermogen van de werkgever. Het pensioenfonds vervult een waarborgfunctie.<sup>4</sup> Overheidstoezicht door De Nederlandsche Bank (DNB) speelt in dit verband een belangrijke rol.<sup>5</sup>

Pensioenfonds beleggen de ontvangen (premie)gelden. Pensioenfonds gaan de laatste jaren innovatiever om met hun beleggingen. Vanwege de toegenomen complexiteit van financiële markten en producten is steeds meer deskundigheid vereist. De Pensioenwet (PW) kent een beperkt aantal artikelen met betrekking tot het beheren van pensioenvermogen door middel van beleggingen door pensioenfonds. In beginsel staat beleggingsvrijheid voorop. Ingevolge art. 135 PW is de zogenaamde prudent person regel leidend. Deze regel is op de Europese Richtlijn betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (de IORP-Richtlijn)<sup>6</sup> gebaseerd.

Gezien de actualiteit<sup>7</sup> en het belang van de wijze waarop pensioenvermogen door pensioenfonds in deze turbulente economische tijden wordt belegd, leek het mij interessant de prudent person regel nader te bezien. Volgens Maatman is de prudent person regel in het Anglo-Amerikaanse trustrecht tot ontwikkeling gekomen.<sup>8</sup> Hij kijkt echter met name naar het Amerikaanse trustrecht. Daarom betrek ik Engeland<sup>9</sup> hierbij.

Allereerst zal ik de relevante bepalingen van de IORP-Richtlijn met betrekking tot beleggingen en de inhoud van de prudent person regel bespreken. Vervolgens komen wat betreft Nederland aan de orde: een achtergrondschets, het wettelijk kader, rechtspraak en literatuur. Hetzelfde kader wordt in grote lijnen voor Engeland geschetst. Waar praktisch zal ik volstaan met het overnemen van de oorspronkelijke Engelse teksten. Tot slot wordt ingegaan op de vraag of en in hoeverre de uitwerking van de prudent person regel in Nederland en Engeland van elkaar verschilt en volgt een conclusie.

### De IORP-Richtlijn

Met de inwerkingtreding van de IORP-Richtlijn per 3 juni 2003 is een eerste stap gezet op weg naar een op Europese schaal georganiseerde interne markt voor bedrijfspensioenvoorziening. De lidstaten hebben intensief gediscussieerd over de vraag of kwantitatieve beleggingsvoorschriften in de IORP-Richtlijn moesten worden opgenomen of dat de prudent person benadering, waarover hierna meer, zou volstaan.<sup>10</sup> Het voorstel voor de IORP-Richtlijn nam de laatste benadering als uitgangspunt. Het beheer van beleggingsportefeuilles moet bij voorkeur voldoen aan beginselen zoals veiligheid, kwaliteit, liquiditeit, rendement en diversificatie. In de lidstaten waar deze benadering wordt toegepast is het rendement van beleggingen gewoonlijk hoger.<sup>11</sup>

1 Mw. mr. S. Schraders is advocaat bij Hogan Lovells International LLP, Amsterdam.

2 K. Johnson and F. Graaf, 'Modernising Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century', (2009) 2(1) *Rotman International Journal of Pension Management* 44, in P.Q. Watchman, 'Social responsibility and fiduciary duties of trustees', in *Good Governance for Pensions Schemes*, Cambridge 2011.

3 Een rechtspersoon die niet een premiepensioeninstelling is, waarvan ten behoeve van ten minste twee deelnemers, gewezen deelnemers of hun nabestaanden gelden worden of werden bijeengebracht en worden beheerd ter uitvoering van ten minste een basispensioenregeling. Zie art. 1 PW voor de relevante definities.

4 R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, diss. Nijmegen 2004, p. 63.

5 S.H. Kuiper en E. Lutjens: 'Prudente pensioenbeleggingen', in C.E.C. Jansen et al, *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag 2011, p. 159.

6 Richtlijn 2003/41/EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening ofwel Directive on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, vandaar IORP-Richtlijn.

7 Zie E. Lutjens, 'Creatief beleggen', redactioneel commentaar, *P&P*, 2012, nr. 9 en de media, o.a. R. Cats, 'Pensioenfonds terughoudend over hypotheekplan Wientjes', *Het Financieele Dagblad* 23 november 2012 (Wientjes (VNO-NCW) opperde dat pensioenfonds hypotheek van banken zouden moeten overnemen) en J. Kooiman, 'Plan om pensioengeld naar MKB te loodsen', *Het Financieele Dagblad* 22 november 2012 (pensioenfonds zouden in deze tijden van kapitaalschaarste wellicht een rol als kredietverstrekker aan bedrijven in het midden- en kleinbedrijf kunnen gaan vervullen).

8 Zie R.H. Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, diss. Nijmegen 2004 en R.H. Maatman, 'Beleggen volgens de prudent person-regel', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 645 voor een uiteenzetting van de uitwerking van de prudent person rule in de Verenigde Staten.

9 De wettelijke bepalingen gelden overigens voor Engeland, Schotland en Wales.

10 J.M.G. Frijns, R.H. Maatman en T.B.M. Steenkamp, 'Best practice beleggingsbeleid in de EU: prudent person "plus"?', *TVP*, 2002-2. en Maatman (diss.), hoofdstuk 7.

11 Voorstel voor een Richtlijn van het Europees parlement en de raad betreffende de werkzaamheden van instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening van 11 oktober 2000.

In art. 18 IORP-Richtlijn is de toepassing van de prudent person regel bij het beleggingsbeleid van een instelling<sup>12</sup> dus als uitgangspunt genomen. Een definitie van de prudent person regel ontbreekt echter. Het beleggingsbeleid dient met name in overeenstemming te zijn met een aantal specifieke voorschriften.<sup>13</sup> Zo moeten de activa in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden worden belegd. Ingeval van mogelijke tegenstrijdigheden dient het belang van laatstgenoemden te prevaleren. Daarnaast dienen de activa op zodanige wijze te worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel, worden gewaarborgd. Activa die ter dekking van de technische voorzieningen worden aangehouden, worden voorts belegd op een wijze die strookt met de aard en duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen. De activa worden hoofdzakelijk op gereglementeerde markten belegd. Beleggingen in activa die niet tot de handel op een gereglementeerde financiële markt zijn toegelaten, moeten tot een prudent niveau worden beperkt.

Beleggingen in derivaten zijn toegestaan voor zover deze bijdragen tot een vermindering van het beleggingsrisico of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Dergelijke beleggingen moeten op een prudente basis worden gewaardeerd met inachtneming van de onderliggende activa, en moeten mede in aanmerking worden genomen bij de waardering van de activa van de instelling. Bovenmatig risico met betrekking tot één en dezelfde wederpartij en tot andere derivatenverrichtingen worden beperkt.

De activa moeten naar behoren zijn gediversifieerd zodat een bovenmatige afhankelijkheid van (of vertrouwen in) bepaalde activa, of een bepaalde emittent of groep van ondernemingen en risicocumulatie in de portefeuille als geheel wordt vermeden. Beleggingen in de bijdragende onderneming worden beperkt tot ten hoogste 5% van de portefeuille als geheel. Ingeval de bijdragende onderneming tot een groep behoort, geldt een beperking van 10%. Lidstaten kunnen overigens besluiten dat de gestelde eisen betreffende diversificatie van activa en beleggen in de eigen onderneming niet van toepassing zijn op beleggingen in staatsobligaties.

De instellingen mogen geen leningen aangaan en niet namens derde partijen garant staan. De lidstaten kunnen instellingen toestaan tijdelijk en uitsluitend voor liquiditeitsdoelstellingen leningen aan te gaan. De lidstaten mogen van de instelling op hun grondgebied niet verlangen dat zij in bepaalde categorieën activa beleggen.

Voor het overige mogen geen eisen inzake voorafgaande goedkeuring of systematische kennisgeving aan de beleggingsbesluiten van een instelling worden gesteld. Het staat

de lidstaten vrij om nadere (kwantitatieve) voorschriften te stellen, evenwel met inachtneming van het voorgaande en mits vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd.

Door onder meer de prudent person regel tot onderliggend beginsel voor vermogensbelegging te maken wordt de overheveling van spaargelden naar de sector bedrijfspensioenvoorziening gestimuleerd, waardoor wordt bijgedragen aan de economische en sociale vooruitgang, aldus de considerans van de Richtlijn. Het beleggingsbeleid van een instelling is voor zowel de veiligheid als de betaalbaarheid van de bedrijfspensioenen doorslaggevend. Daarom dienen instellingen een verklaring inzake de beleggingsbeginselen (de *Verklaring*) op te stellen.<sup>14</sup> Art. 12 IORP-Richtlijn regelt de Verklaring verder. De Verklaring dient ten minste eens in de drie jaar te worden herzien. Ingeval van een belangrijke wijziging van het beleggingsbeleid dient tot onverwijde wijziging van de Verklaring te worden overgegaan. In de Verklaring dienen ten minste de volgende onderwerpen te zijn opgenomen:

- (i) de toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's;
- (ii) de risicobeheersprocedures; en
- (iii) de strategische allocatie van activa in het licht van de aard en de looptijd van pensioenverplichtingen.

Uit de considerans van de IORP-Richtlijn volgt daarnaast dat toepassing van de prudent person regel een beleggingsbeleid vereist dat is toegespitst op de deelnemersstructuur van de afzonderlijke instelling voor bedrijfspensioenvoorziening.

Ten slotte wordt opgemerkt dat instellingen zich als beleggers met een zeer lange beleggingshorizon en lage liquiditeitsrisico's, in een geschikte positie bevinden om binnen prudentiële grenzen in niet-liquide activa, zoals aandelen, alsmede in risicokapitaalmarkten te beleggen. Zij kunnen ook van de voordelen van internationale diversificatie profiteren. Beleggingen in aandelen, risicokapitaalmarkten en andere valuta's dan die waarin de verplichtingen zijn uitgedrukt dienen derhalve, tenzij om prudentiële redenen, niet te worden beperkt.

De evaluatie door de Europese Commissie van voornoemde beleggingsvoorschriften van 30 april 2009 brengt weinig nieuws.<sup>15</sup> De IORP-Richtlijn wordt naar verwachting op korte termijn herzien. Wat hier verder van zij,<sup>16</sup> op 30 maart 2011 heeft de Europese Commissie de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) in verband met de voorgenomen herziening om advies gevraagd.<sup>17</sup> In deze adviesaanvraag wordt vastgesteld dat

<sup>12</sup> Zie art. 6 IORP-Richtlijn voor de definitie, Nederlandse pensioenfondsen vallen onder het begrip instelling.

<sup>13</sup> Zie art. 18 lid 1 a t/m f IORP-Richtlijn.

<sup>14</sup> E.H. Rebers, 'Verklaring inzake de beleggingsbeginselen: achtergrond en inhoud', *TPV* 2006, afl. 1, p. 21 e.v.

<sup>15</sup> Vgl. Commissie van de Europese Gemeenschappen, Brussel, 30 april 2009.

<sup>16</sup> Solvency II (Richtlijn 2009/138/EC) neemt de prudent person regel eveneens als uitgangspunt.

<sup>17</sup> Call for Advice from the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) for the review of Directive 2003/41/EC (IORP II).

slechts een beperkt aantal lidstaten een pure toepassing van de prudent person regel kent. Kennelijk houden de overige lidstaten vast aan meer kwantitatieve vereisten. Meer specifiek is de vraag of en in hoeverre de prudent person regel bij beschikbare premiereregelingen (defined contribution schemes) te handhaven valt, nu het beleggingsrisico meer bij de deelnemers komt te liggen. Verwezen wordt naar Mexico waar op portfolioniveau een risicolimiet is geïntroduceerd. Als deze limiet wordt overschreden, kan de toezichthouder het pensioenfonds verplichten de meest risicovolle beleggingen te verkopen. De EIOPA maakt in zijn advies<sup>18</sup> korte metten met een dergelijke risicolimiet. Kort gezegd, acht de EIOPA aanvullende kwantitatieve criteria (naast de prudent person regel) alleen daar (en kennelijk in beperkte mate) gerechtvaardigd waar het om defined contribution schemes gaat en het beleggingsrisico bij de deelnemers ligt.

Relevante rechtspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie ontbreekt tot op heden.

Samenvattend geeft de IORP-Richtlijn weinig duidelijkheid ten aanzien van de precieze reikwijdte van de prudent person regel. Uitsluitend wordt een aantal aanvullende uitgangspunten opgesomd. Hiermee wordt de handelsruimte van een pensioenfonds wat de beleggingen betreft ingekaderd, maar niet al te veel.

## Nederland

De Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) bepaalde in art. 9b PSW dat belegging van daartoe beschikbare gelden van een pensioenfonds op solide wijze dienden plaats te vinden.<sup>19</sup> De norm verwijst naar de beleggingsactiviteit die solide behoort te zijn.<sup>20</sup> Daarnaast mocht een Nederlands ondernemingspensioenfonds niet meer dan 5% van zijn activa in de bijdragende onderneming (werkgever) beleggen. Meer regels bevatte de PSW niet.

In de memorie van toelichting bij de implementatie van de IORP-Richtlijn<sup>21</sup> wordt benadrukt dat Nederland bij beleggingsvoorschriften de prudent person benadering onderschrijft: 'Deze benadering, waarbij beleggingen niet aan bepaalde kwantitatieve restricties voldoen maar aan de kwalitatieve beginselen van vrijheid, kwaliteit en risicodiversificatie, is immers ook van oudsher in de PSW gevolgd.' De meer kwalitatieve beleggingsvoorschriften van de IORP-Richtlijn zijn in de PSW overgenomen, maar hieraan werd in de praktijk reeds voldaan.<sup>22</sup>

Met de inwerkingtreding van de PSW is er niets veranderd ten opzichte van de PSW aangaande de eisen betreffende de beleggingen door pensioenfondsen. De Minister van Sociale Zaken merkt op dat de prudent person regel en het toezicht van DNB daarop hem het vertrouwen geeft dat de sector in staat zal zijn om de risico's die zich rondom alternatieve beleggingen kunnen manifesteren, adequaat te beheersen.<sup>23</sup>

### Wettelijk kader

Art. 133 PW bepaalt dat de technische voorzieningen en de aan het pensioenfonds verstrekte leningen volledig door waarden worden gedekt. Dit artikel verplicht een pensioenfonds, kort gezegd, de beleggingen zodanig in te richten dat sprake is van een dekking van verplichtingen.

Art. 135 PW bepaalt dat een pensioenfonds een beleggingsbeleid moet voeren dat in overeenstemming is met de prudent person regel en met name is gebaseerd op een aantal uitgangspunten. De uitgangspunten zijn gelijk aan die van de IORP-Richtlijn. Samengevat, beleggen in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden, maximaal 5% van de portefeuille beleggen in de bijdragende onderneming en ten hoogste 10% daar waar het om een groep gaat en het uitgangspunt van de marktwaardering.

Art. 136 PW verbiedt een fonds om leningen aan te gaan, tenzij de lening tijdelijk wordt aangegaan voor liquiditeitsdoelstellingen (maximaal 1 jaar).

Het beginsel van beleggingsvrijheid staat voorop. Pensioenfondsen mogen beleggen in alle markten, asset classes en soortgelijke financiële instrumenten. De PW en het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Bftk) stellen randvoorwaarden en geven nadere invulling.

Het Bftk stelt in art. 13 nadere eisen aan beleggen: veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement waarborgen van de portefeuille als geheel, op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen, hoofdzakelijk op gereguleerde markten, overige beleggingen tot prudent niveau beperken, derivaten toegestaan voor vermindering risicoprofiel en doeltreffend portefeuillebeheer en vermijden bovenmatig risico met betrekking tot de wederpartij. Ter aanvulling bepaalt art. 14 Bftk dat leningen tijdelijk zijn indien de looptijd niet langer is dan één jaar. De voorschriften zijn grotendeels gelijklopend met de IORP-Richtlijn.

Ten slotte is de verplichting tot het opstellen en openbaar maken van de Verklaring met de implementatie van de IORP-Richtlijn in de PSW opgenomen.<sup>24</sup> Na de inwerking-

18 EIOPA's Advice to the European Commission on review of the IORP Directive 2003/41/EC d.d. 15 februari 2012.

19 E. Lutjens, *De PSW – wettshistorisch overzicht en commentaar*, Deventer: Kluwer 1998, aantekening bij art. 14 PSW.

20 Maatman (diss.), hoofdstuk 7, p. 223.

21 *Kamerstukken II 2005/06*, 30 413, nr. 3, p. 2.

22 Zie ook R. ten Wolde, 'Laatste PSW-wijziging: een light implementatie?', *TVP*, 2005-4.

23 E.A.M. Bergamin, *Pensioenwet: Wetteksten, parlementaire behandeling en relevante regelgeving, per artikel gerubriceerd*, 2010, p. 506 en Brief van de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid IPW, *Kamerstukken II 30 655* nr. 23, p. 1 e.v.

24 E.H. Ebers, 'Verklaring inzake de beleggingsbeginselen: achtergrond en inhoud', *TPV* 2006, afl. 1, p. 21 e.v.

trekking van de PW is de Verklaring onderdeel geworden van de actuariële en bedrijfstechnische nota (ABTN) (vgl. art. 145 PW). De ABTN omvat in feite het beleid van het pensioenfonds en maakt preventief toezicht mogelijk. Een pensioenfonds moet in de ABTN met name in kaart brengen hoe wordt voldaan aan het financieel toetsingskader van de PW. In de Verklaring dient ten minste in te worden gegaan op toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's, de risicobeheerprocedures en de strategische allocatie van activa in het licht van de aard en de looptijd van de pensioenverplichtingen.

Op welke wijze de gelden van pensioenfondsen verder moeten worden belegd, wordt niet nader geregeld in de PW of het Bftk.

DNB houdt toezicht op naleving van de prudent person regel op basis van de *principles based* benadering.<sup>25</sup> Een belangrijk aandachtspunt is of pensioenfondsen het risicobeheer van alternatieve beleggingen op adequate wijze invullen. Als hulpmiddel bij de beoordeling hiervan heeft DNB op 3 augustus 2007 een Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen (*Beleidsregel*) gepubliceerd.<sup>26</sup> In het bijzonder gaat het daarbij om beleggingen door directe participatie in alternatieve beleggingsfondsen of participatie in paraplufondsen. Daarbij kan worden gedacht aan beleggingen in private equity of hedgefondsen, maar ook aan andere vormen van alternatieve beleggingen, zoals infrastructuur, microkredieten enz.

Sinds 2009 heeft DNB bij verschillende pensioenfondsen (met een belegd vermogen van ongeveer 500 miljard per ultimo 2011) onderzoek gedaan naar het beleggingsbeleid. Tevens verricht DNB thematisch onderzoek op het gebied van beleggingen. In het kader van thematisch toezicht heeft DNB in 2011 bij meerdere pensioenfondsen beleggingsonderzoeken uitgevoerd naar het beleid en de beheersomgeving rondom innovatieve beleggingen.<sup>27</sup> Sinds de inwerkingtreding van de Beleidsregel deskundigheid in 2011 wordt meer aandacht besteed aan deskundigheid van bestuurders van pensioenfondsen wat betreft beleggingsproducten en beleggingsbeleid.<sup>28</sup> Op 16 januari 2013<sup>29</sup> heeft DNB aangekondigd toezichtonderzoek te gaan doen naar de vormgeving van beleggingsmandaten. Naast het helder vastleggen van de opdracht aan de vermogensbeheerder, is het noodzakelijk dat het pensioenfonds voldoende zicht heeft op beleggingen om *in control* te zijn.

### Literatuur en rechtspraak

In de literatuur worden verschillende interpretaties van de prudent person regel gegeven waarbij de nadruk op het beleggingsproces ligt.<sup>30</sup> Rebers stelt:

“Zo beschouwd betekent toepassing van de prudent person regel dat – juist in het belang van deelnemers – op voorhand geen enkele beleggingscategorie, beleggingsinstrument of beleggingstechniek uitgesloten dient te worden, maar dat steeds moet worden gekeken naar het effect van de totale portefeuille, en wel in relatie tot de verplichtingenstructuur. Beleggingsvrijheid speelt dus een belangrijke rol bij de prudent person regel.”

Volgens Maatman rust de prudent person regel, samengevat, op de volgende pijlers:

- (i) deskundig vermogensbeheer;
- (ii) de activa worden belegd in het belang van de begunstigden; en
- (iii) de activa worden zodanig belegd dat de veiligheid, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd. Dit betekent voldoende spreiding (diversificatie) van beleggingen en dat het risico- en rendementsprofiel van de totale beleggingsportefeuille moet zijn afgestemd op de verplichtingenstructuur.<sup>31</sup>

De prudent person regel nodigt volgens Maatman uit tot het trekken van vergelijkingen en het stellen van vragen. Hoe zou een professioneel, redelijk handelend pensioenfonds in vergelijkbare omstandigheden handelen? Wijkt het handelen van dit specifieke pensioenfonds af en wordt die afwijking op overtuigende wijze onderbouwd of gemotiveerd?<sup>32</sup> Hij zoekt aansluiting bij het Anglo-Amerikaanse recht, meer specifiek het Amerikaanse trustrecht. Lutjens en Kuiper stellen dat dit een interessante waaier van gezichtspunten oplevert, die een pensioenfonds zal behoren te betrekken bij het maken van beleggingskeuzen en die groten-deels aansluiten bij art. 135 PW. De benadering legt accent op een zogenaamde maatmanbenadering die het Nederlandse verbintenissenrecht kent bij de zorg door een goed opdrachtnemer te betrachten. Deze benadering impliceert dat een pensioenfonds pensioenvermogen op grond van art. 135 PW dient te beheren met zorg, voorzichtigheid, des-

25 Zie J.A. Voerman en P. Ras, 'Toezicht DNB op pensioenfondsen: verantwoordelijkheid voor de beleggingen', *PensioenMagazine* 2012/111, afl. 8/9.

26 *Stcrt.* 2007, 148.

27 Resultaten DNB onderzoeken innovatieve beleggingen.

28 *Stcrt.* 2010, nr. 20810.

29 Brief DNB (kenmerk 2013/11989) d.d. 16 januari 2013.

30 Zie R.H. Maatman en B.P. van der Graaf, 'Pensioenfonds Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel', *TPV* 2012/21. R.H. Maatman, 'Beleggen volgens de "prudent person"-regel', *Ondernemingsrecht* 2003-17, p. 645-652; R.H. Maatman, 'Prudent person-regel en verantwoord beleggingsbeleid', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2007/6; R.H. Maatman, 'Normen voor behoorlijk beheer in relatie tot normen voor zorgvuldig beleggingsbeleid', *De Naamlooze Vennootschap*, 3 maart 1997/75; E.H. Rebers, 'Verklaring inzake de beleggingsbeginzelen: achtergrond en inhoud', *TPV* 2006, afl. 1, S.H. Kuiper en E. Lutjens, 'Zorgen om en voor pensioenbeleggingen', *TVP* 2011/15, S.H. Kuiper en E. Lutjens, 'Prudente pensioenbeleggingen' in: C.E.C. Jansen et al, *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag 2011.

31 R.H. Maatman, 'De premiepensioeninstelling', *Ondernemingsrecht* 2009/114.

32 R.H. Maatman en B.P. van der Graaf, 'Pensioenfonds Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel', *TPV* 2012/21.

kundigheid en vaardigheid die van een redelijk bekwaam en redelijk handelend pensioenfonds mag worden verlangd.<sup>33</sup> Ten slotte wijs ik nog op de NEA-paper van Van Leeuwen die samengevat in relatie tot het nieuwe pensioenakkoord voor een kwantitatieve invulling van de prudent person regel pleit.<sup>34</sup>

Relevante jurisprudentie op het gebied van de prudent person regel is in Nederland nauwelijks voor handen.<sup>35</sup> Recent is een aantal uitspraken over de prudent person regel gedaan.<sup>36</sup> Zo is er de beroepsprocedure van Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken<sup>37</sup> tegen een aanwijzing van DNB. Deze aanwijzing strekte er toe dat het pensioenfonds de belegging in goud moest afbouwen. DNB trok bij de Rechtbank Rotterdam aan het kortste eind. De rechtbank is van oordeel dat het antwoord op de vraag of een pensioenfonds voldoet aan art. 135 PW afhankelijk is van de specifieke omstandigheden binnen het fonds. Van geval tot geval zal moeten worden beoordeeld of de in art. 135 PW neergelegde norm is nageleefd. DNB moet per pensioenfonds maatwerk leveren. Indien DNB tot het oordeel komt dat niet wordt voldaan aan de prudent person regel vereist dit een deugdelijke en op het pensioenfonds toegespitste<sup>38</sup> motivering aldus de rechtbank. DNB kan dus niet volstaan met verwijzing naar algemeenheden. Een en ander volgt mijns inziens reeds uit het hierboven omschreven wettelijke kader alsook uit de Beleidsregel van DNB. De uitspraak biedt mijns inziens nauwelijks nieuwe inzichten waar het de prudent person regel als zodanig aangaat.

In de PME-zaak<sup>39</sup> tikte DNB PME op de vingers in verband met het niet voldoen aan verschillende voorschriften van de PW, waaronder de prudent person regel. DNB had vastgesteld dat de balans van PME zich kenmerkt door een groot aantal complexe beleggingen met een hoge risicoblootstelling. Het betrof onder meer een contract met de verzekeringsgroep metaalindustrie dat onderhandse leningen aan drie grote pensioenfondsen behelst, de *bank loans*-transactie, alternatieve beleggingen zoals *hedge funds*, *global tactical asset allocation* en de *special products*. Gelet op het soort beleggingen en de samenstelling van de portefeuille heeft DNB geoordeeld dat de liquiditeit van de portefeuille niet is gewaarborgd, dat hoofdzakelijk niet is belegd op gereguleerde markten, dat bepaalde derivaten niet zijn gebruikt voor risicoreductie of doeltreffend portefeuillebe-

heer en dat sprake is van een concentratierisico. PME heeft deze bevindingen niet dan wel onvoldoende weerlegd, aldus de rechtbank. PME heeft art. 135 PW niet nageleefd.

Uit de uitspraak valt niet af te leiden welke argumenten PME tegen de constatering van DNB heeft ingebracht. Een uitgebreidere motivering door de rechtbank had wellicht meer handvatten opgeleverd.

## Engeland

Tot de inwerkingtreding van de Pensions Act 1995 (PA 1995) vormde vooral de trustakte de basis voor de handelswijze van de trustee ten aanzien van beleggingen. Voor het overige was rechtspraak en de wetgeving betreffende trustee, zoals de Trustees Act of 1925, bepalend. De prudent person rule leidde tot risicomijdend beleggingsbeleid: *'The old English rule, which was designed to protect beneficiaries from speculative investments provided that the sole obligation of a trustee was the conservation of principal and, therefore, that the only safe (and thus only prudent) investment was in government-backed securities.'*<sup>40</sup> Beleggingen in opties, futures en andere derivaten waren niet toegestaan. Uiteindelijk werd de uitwerking van de prudent person regel door pensioenfondsen als te restrictief ervaren. De nadruk bij pensioenfondsen kwam meer en meer op vermogensvorming (en niet uitsluitend vermogensinstandhouding) te liggen.

Met de tijd werd de wetgeving wat betreft de beleggingen van de pensioenfondsen alsook de uitwerking van de prudent person regel flexibeler. Art. 34 PA 1995 vormde het sluitstuk hiervan. In dit artikel wordt het volgende bepaald: *'The trustees of a trust scheme have, subject to section 36(i) and to any restriction imposed by the scheme, the same power to make an investment of any kind as if they were absolutely entitled to the assets of the scheme.'*<sup>41</sup>

## Wettelijk kader

Het relevante juridische kader wordt gevormd door de PA 1995,<sup>42</sup> Pensions Act 2004 (PA 2004)<sup>43</sup> en Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005 (*Investment Regulations 2005*).

Het eerdergenoemde Section 34 PA 1995 regelt de bevoegdheden van trustee betreffende beleggingen. Section 36 (3) PA 1995 verplicht de trustee om *proper advice* te verkrijgen teneinde te bezien of de belegging binnen de reikwijdte van de *statement of investment principles (SIP)* ofwel de Verklaring valt. De verplichting tot het vragen van advies is overigens van de common law afgeleid. In Engeland bestaat

33 S.H. Kuiper en E. Lutjens, 'Zorgen om en voor pensioenbeleggingen', *TVP* 2011/15.

34 J. van Leeuwen, 'Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract', *NEA Paper* 2012.

35 S.H. Kuiper en E. Lutjens, 'Prudente pensioenbeleggingen' in: C.E.C. Jansen et al, *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag 2011.

36 Zie ook R.H. Maatman en B.P. van der Graaf, 'Pensioenfonds Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel', *TPV* 2012/21 en M. Zaman, 'Eerste rechterlijke uitspraken over prudent person regel', *PensioenMagazine* 2012/93.

37 Rb. Rotterdam 15 maart 2012, *LJN* BV9210, *JOR* 2012/153, m.nt. Affourit.

38 V.H. Affourit in noot onder *JOR* 2012/153.

39 Rb. Rotterdam 4 augustus 2011, *LJN* BR4189 (PME) en *JOR* 2012/12, m.nt. Affourit.

40 Russell Galer (OECD), "'Prudent Person Rule" standard for the investment of pension fund assets'; gepubliceerd in *Financial Market Trends*, No. 83, November 2002, p. 8.

41 Vgl. C. Sims, 'Pension Fund Investment', Tolley's Loose Leaf Pension Law, G1-1 e.v. en Russell Galer (OECD), "'Prudent Person Rule" standard for the investment of pension fund assets'; gepubliceerd in *Financial Market Trends*, No. 83, November 2002.

42 Sections 33-36a, 40 en 47.

43 Sections 244-249.

vanaf 1997 de verplichting voor de pensioenfondsen een SIP op te stellen.

Door het Myners-rapport<sup>44</sup> over de kwaliteit van het beleggingsproces van institutionele beleggers zijn de trustee meer en meer doordrongen van het belang van adequaat beleggingsbeleid. Myners concludeerde dat de trustee deskundigheid op het gebied van beleggingsbeleid ontberen. Myners heeft naar aanleiding van zijn onderzoek principes geformuleerd (voor *defined contribution schemes* en *defined benefit schemes*, hoewel deze inhoudelijk grotendeels gelijk-luidend zijn). De principes zijn in 2008 aangepast.<sup>45</sup> De principes zijn voor pensioenfondsen niet bindend, maar gelden als *best practice*-regels.<sup>46</sup> De principes spreken voor zich. Zij geven een nuttige checklist en kleuren hiermee de prudent person regel in.

Naar aanleiding van het Myners-rapport en de IORP-Richtlijn is de PA 1995 met de PA 2004 gewijzigd. Zo bepalen Section 247 en 248 PA 2004 dat trustee over '*knowledge and understanding*' moeten beschikken ten aanzien van onder meer de '*trust deed and rules*', de SIP en de '*statement of funding principles*'.

Art. 12 en 18 IORP-Richtlijn zijn bijna letterlijk in de Investment Regulations 2005 overgenomen. De implementatie van de IORP-Richtlijn bracht in Engeland inhoudelijk, daar waar het beleggingen betreft, nauwelijks wijzigingen mee.<sup>47</sup>

Vanaf april 2005 is de Pension Regulator<sup>48</sup> (PR) verantwoordelijk voor het toezicht op pensioenfondsen en de PR kan boetes opleggen. De PR's Code of Practice geeft de trustee *guidance*.<sup>49</sup>

#### Literatuur en rechtspraak<sup>50</sup>

Pensioenfondsen in Engeland zijn in de regel als trusts georganiseerd. De (board of) trustee zijn verantwoordelijk voor het beheer van de trust (afgescheiden vermogen) en

voor het beleggingsbeleid.<sup>51</sup> Het Engelse trustrecht en de meer algemene *common law* principes zijn eveneens van belang. In relatie tot de deelnemers (*beneficiaires*) dient de trustee te voldoen aan de zogenaamde *fiduciary obligations*.

Volgens Tottels's Pension Fund Trustee Handbook<sup>52</sup> geldt dat: '*It is accepted that trustees, in carrying out their duties, must exercise a proper care when investing trust funds and that the standard of care required of trustees in general has been as first set out in 1883 in the case of Speight v Gaunt. The judge held that: "[A] trustee sufficiently discharges his duty if he takes in managing trust affairs all those precautions which an ordinary prudent man of business would take in managing similar affairs of his own."*'

Watchman op zijn beurt stelt: '*Fiduciary duties of pension fund trustees have been described as a "ramshackle concept", a Gothic legal edifice of great antiquity which no longer has much to offer as a model to delineate the duties of pension fund trustees.*'<sup>53</sup>

*'From a reading of the US, English and Scots case law and a review of legislation and regulatory guidance on fiduciary duties and pension fund trustees, a core of common law fiduciary duties applicable to a pension fund trustee [...] may be suggested to include the duties of loyalty, good faith protection of the pension fund's beneficiaries' (both present and future) best interests, fairness, prudence and acting for a proper purpose. To these may be added other ancillary fiduciary duties, such as the duty to diversify to spread risk, which, however, may also be seen by some as part of the core duty to act prudently. A further example of where an ancillary fiduciary duty may be regarded not as an ancillary duty, but as a core fiduciary duty in its own right is the duty to monitor, communicate and influence.*'<sup>54</sup>

Russel Galer<sup>55</sup> onderzoekt de reikwijdte van de prudent person regel in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten en vat een en ander als volgt samen: '*A fiduciary must discharge his or her duties with the care, skill, prudence and diligence that a prudent person acting in a like capacity would use in the conduct of an enterprise of like character and aims. The prudent person rule may apply to all of the duties and obligations that a fiduciary or trustee may have with regard to a trust, pension plan or fund.*' En '*The prudent person rule is behaviourally-oriented rather than outcome focussed. [...] That is to say, fiduciaries are judged not by a retrospective assessment of whether their investment decisions were suc-*

44 Zie ook R.H. Maatman, 'Institutional Investment in the United Kingdom: a Review (Myners Report)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 242.

45 Vgl. National Association of pension funds (NAPF), 'Institutional Investment in the UK: six years on', November 2007 en Updating the Myners principles: a response to consultation, October 2008 en zie IGGs Principles for Investment Governance of Defined Contribution Pension Schemes.

46 Het gaat om Principle 1: Effective decision-making, Principle 2: Clear Objectives (het stellen van duidelijke investeringsdoelstellingen, waarbij de verplichtingen en de houding van het pensioenfonds ten opzichte van het nemen van risico's worden uiteengezet en heldere communicatie hiervan richting de investment manager), Principle 3: Risk and Liabilities (aard van de verplichtingen dient bij het vaststellen en aanpassen van beleggingsbeleid te worden meegenomen), Principle 4: Performance assessment (meten van de performance van de beleggingsportefeuille), Principle 5: Responsible ownership en Principle 6: Transparency and reporting.

47 Zie ook J. Seres en F. Mitchell, *Pensions Risk and Strategy*, Chapter 14, 2005, p. 241 e.v.

48 Opvolger van Occupational Pensions Regulatory Authority.

49 Zie [www.thepensionregulator.gov.uk](http://www.thepensionregulator.gov.uk).

50 Benadrukt zij dat hier geen uitputtende samenvatting van de relevante jurisprudentie en/of literatuur wordt gegeven.

51 Zie D.W. Aertsen, 'De trust: Beschouwingen over invoering van de trust in het Nederlandse recht', diss. Nijmegen 2004, p. 11 e.v.

52 R. Self, *Tottel's Pension Fund Trustee Handbook*, 2005, p. 68.

53 P.Q. Watchman, 'Social responsibility and fiduciary duties of trustees', in *Good Governance for Pensions Schemes*, Cambridge 2011.

54 P.Q. Watchman, 'Social responsibility and fiduciary duties of trustees', in *Good Governance for Pensions Schemes*, Cambridge 2011.

55 Russell Galer (OECD), "'Prudent Person Rule" standard for the investment of pension fund assets'; gepubliceerd in *Financial Market Trends*, No. 83, November 2002, p. 41-78.

cessful, but by whether they followed a reasonable process in reaching their decision.'

Ten aanzien van de vraag welke uitwerking de prudent person regel in de praktijk heeft, antwoordt Watchman in een andere bijdrage: 'The requirements above are not clearly defined in the legislation or case law. There is no single benchmark of prudence against which conduct can be measured in every case. Indeed the courts have recognised that concrete benchmarks against which to assess conduct are unworkable, because investment practices evolve as economic circumstances change.'<sup>56</sup>

Zoals eerder opgemerkt, kleurt het trustrecht de prudent person regel in Engeland in, maar blijft men worstelen met het open karakter van de *fiduciary duties*. Ik bespreek hieronder een aantal belangrijke uitspraken.

In navolging van de zaak *Speight v Gaunt*<sup>57</sup> (zie hiervoor) volgt uit de *Whitely* zaak van 1886<sup>58</sup> dat 'In making investments, pension trustees must take such care as an ordinary prudent person would take if he invested "for the benefit of other people for whom he felt morally bound to provide"'. In de *Learoyd v Whitely* zaak lichtte Lord Watson dit in het kader van beleggingen als volgt uit: 'Business man of ordinary prudence may, and frequently do, select investments which are more or less of a speculative character; but it is the duty of a trustee to confine himself to class of investments which are permitted by the trust and likewise to avoid all investments of that class which are attended with hazard.'

Aan een professionele trustee worden volgens de zaak *Bartlett v Barclays Bank Trust (No 1)*<sup>59</sup> hogere eisen gesteld.

Uit de zaak *Cowan v Scargill*<sup>60</sup> volgt dat 'trustees should seek to act impartially among the various classes of beneficiaries' en 'when the purpose of the trust is to provide financial benefits for the beneficiaries, as is usually the case, the best interest of the beneficiaries are normally their best financial interests.'

Vervolgens is de meer recente zaak *Nestlé v National Westminster Bank plc*<sup>61</sup> interessant. In deze zaak stelt het Court of Appeal ten aanzien van de standaard zoals neergelegd in de zaak *Whiteley* het volgende: 'an extremely flexible standard capable of adoption to current economic conditions and contemporary understanding of markets and investments.' Uit deze uitspraak volgt dat de gehele beleggingsportefeuille als uitgangspunt dient te worden genomen in Engeland (*modern portfolio theory*).

'Modern trustees acting with their investment powers are entitled to be judged by the standard of current portfolio theory, which emphasis the risk level of the entire portfolio rather than the risk attaching to each investment taken in isolation.'

Uit de rechtspraak volgt voorts dat op de trustees de zogenaamde *trust law duties* van toepassing zijn, te weten:

- (i) *duty to take reasonable care*;
- (ii) *duty to act in the best interest of the beneficiaries (duty of loyalty)*;
- (iii) *duty to diversify investments*;
- (iv) *duty to act within the scope of the investment power*; en
- (v) *duty to monitor and review investments*.<sup>62</sup>

De regels die uit de besproken uitspraken kunnen worden afgeleid, zijn grotendeels in de wettelijke bepalingen van de PA 1995, PA 2004 en de *Investment Regulations 2005* terug te vinden.

### Een vergelijking

In vogelvlucht zijn de kaders van de prudent person regel in Nederland en in Engeland aan de orde gekomen. Deze kaders tonen veel overeenkomsten. De IORP-Richtlijn is zowel in Nederland als in Engeland letterlijk overgenomen en de invoering hiervan destijds bracht in beide jurisdicties nauwelijks inhoudelijke wijzigingen mee. In tegenstelling tot Nederland, kent men in Engeland geen expliciete in de wet verankerde verwijzing naar de prudent person regel, althans niet in de PA 1995, de PA 2004 of de *Investment Regulations 2005*. De wettelijke bepalingen zijn verder grotendeels gelijkkluidend. De Engelse bepaling in de PA 2004 dat de trustees over *knowledge and understanding* moeten beschikken ten aanzien van onder meer de *trust deed and rules*, de *SIP* en de *statement of funding principles* kennen wij hier echter niet.

Bestudering van de rechtspraak uit Engeland leidt niet tot aanvullende gezichtspunten voor Nederland, omdat de buitenlandse rechtspraak te sterk afhankelijk is van de lokale feiten en omstandigheden en wordt gekleurd door beginselen van het trustrecht, die in Nederland in die vorm niet bestaan en die evenmin verhelderend zijn.

### Conclusie

Een allesomvattende definitie van de prudent person regel kan niet worden gegeven, behoudens de elementen zoals die uit de IORP-Richtlijn volgen. De prudent person regel is immers een open norm. Een spoorboekje ontbreekt dan ook. In feite zegt de regel niet meer dan dat het pensioenfonds zich als *goed huisvader*<sup>63</sup> dient te gedragen. Reden waarom de prudent person regel tijdloos is en hij zich een-

56 P.Q. Watchman, J. Anstee-Wedderburn, L. Shipway, *Fiduciary duties in the 21<sup>st</sup> century: a UK perspective*, Trust Law International, 2005.

57 [1883] 22 Ch D 727.

58 [1886] 33 Ch D 347.

59 [1980] Ch 515.

60 [1984] 3 WLR 501; [1985] 1 Ch. 270.

61 (2002) 1 PBLR.

62 C. Sims, 'Pension Fund Investment', *Tolley's Loose Leaf Pension Law*, G1-1 e.v., R. Self, *Tottel's Pension Fund Trustee Handbook*, 2005, p. 68 e.v. P.Q. Watchman, 'Social responsibility and fiduciary duties of trustees', in *Good Governance for Pensions Schemes*, Cambridge 2011.

63 Brugman, 2012, (*T&C Pensioenrecht*), art. 135 PW, aant.1.



voudig aan gewijzigde maatschappelijke opvattingen aanpast. Dit blijkt onder meer uit de ontwikkeling van de prudent person regel in de tijd in Engeland. Daar ging van de regel aanvankelijk een zeer beperkte werking uit omdat de *fiducia cum amico* uit het lokale trustrecht immers tot vermogensinstandhouding noopte.<sup>64</sup> De *fiducia cum amico* uit het trustrecht gebiedt de trustee te handelen als een 'ordinary prudent man of business (...) in managing similar affairs of his own'.<sup>65</sup> De kernverplichting, die voor de trustee voortvloeit uit de *fiducia cum amico*, is de *core duty to act prudently*.<sup>66</sup> De trust kennen we in Nederland niet, maar als de trust in de terminologie van het Nederlandse recht moet worden beschreven, ligt het voor de hand bij het Nederlandse bewind aan te sluiten.<sup>67</sup> Daarbij gaat het ook om een rechtsverhouding waartoe een daartoe aangestelde beheerder, de bewindvoerder, bepaalde goederen ten behoeve van een ander moet beheren. Uit art. 4:163 BW vloeit voort dat de bewindvoerder zijn taken als *goed bewindvoerder* dient uit te oefenen. Daarvan kan men in beginsel spreken, indien hij aan de onder bewind staande goederen die zorg besteedt, die men normaliter ook aan de eigen goederen besteedt.<sup>68</sup> Een open norm gelijk de prudent person regel uit het Engelse trustrecht. De *goed huisvader* kennen we in Nederland ook.

De prudent person regel uit het Engelse trustrecht is in literatuur en rechtspraak verder ontwikkeld. Hij wordt langer dan bij ons op pensioenfondsen toegepast. Pensioenfondsen in Engeland zijn immers in de vorm van een trust georganiseerd. Toch worstelt men in Engeland nog steeds met het gebrek aan houvast dat de van het trustrecht geërfde *fiducia cum amico* geeft. Ik verwijs nogmaals naar Watchman: 'Fiduciary duties of pension fund trustees have been described as a "ramshackle concept", a Gothic legal edifice of great antiquity which no longer has much to offer as a model to delineate the duties of pension fund trustees.'<sup>69</sup> Maatman concludeert in zijn proefschrift, dat het pensioenfonds in Nederland trustachtige trekken vertoont. Vanwege die gelijkenis meent hij, dat het pensioenfonds werkzaam is op grond van de *fiducia cum amico* en dat het gerechtvaardigd is het trustrecht te raadplegen teneinde de rechtsbetrekkingen tussen het pensioenfonds en zijn belanghebbenden te verhelderen. Echter, erg helder werd het daardoor in Engeland niet. Het is eerder zo dat het Engelse trustrecht door de PA 1995 werd verduidelijkt.

Voor Nederland geldt, dat de regel aan veranderende maatschappelijke omstandigheden en opvattingen kan worden aangepast door de minister op basis van art. 135 lid 2 PW,

door DNB bij wijze van beleidsregel alsook door de rechter. Daarnaast zouden pensioenfondsen beleidsverantwoordelijkheid kunnen nemen. Het beleggen en beoordelen of is voldaan aan de prudent person regel is ook een taak van het pensioenfondsbestuur.<sup>70</sup> In de Verklaring zouden pensioenfondsen hun strategisch beleggingsbeleid in meer detail kunnen toelichten. De Verklaring zou verplicht door het pensioenfonds moeten worden gepubliceerd opdat zij voor alle belanghebbenden eenvoudig toegankelijk is. Wellicht zou een dergelijke verplichting in de Principes voor goed pensioenfondsbestuur<sup>71</sup> kunnen worden opgenomen.

In tijden van onzekerheid bestaat vaak een grotere behoefte aan houvast en nodigt een open norm al snel uit tot het stellen van aanvullende regels en restricties. Op basis van de bestudeerde beleidsdocumenten, literatuur en rechtspraak ben ik echter geen voorstander geworden van het stellen van (aanvullende) kwantitatieve vereisten. Van dergelijke vereisten gaat naar ik begrijp al gauw een te beperkende werking uit.<sup>72</sup> Zoals Watchman zegt: 'concrete benchmarks against which to assess conduct are unworkable, because investment practices evolve as economic circumstances change.'

Van DNB wordt binnen het algemene kader, dat de prudent person regel schept, een dynamische rol gevergd.<sup>73</sup> In dit verband zou ik menen dat DNB in een zaak als die tegen Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken beter beslagen ten ijs had moeten kunnen komen.<sup>74</sup> Duidelijk is dat de DNB niet kan volstaan met een verwijzing naar algemeenheden teneinde een open norm in te vullen.<sup>75</sup>

Terugkomend op het citaat bovenaan dit artikel. In tijden waarin pensioenfondsen kampen met dalende dekkinggraden, vergrijzing, het toekomstbestendig maken van pensioenregelingen en waarin de daarmee gepaard gaande ontwikkelingen zich in hoog tempo opvolgen, lijkt een open norm als de prudent person regel in Nederland vooralsnog bruikbaar, maar dan zal de regel wel steeds moeten worden

64 Zie ook E. Philip Davis en Yu-Wei Hu, 'Should Pension Investing be Regulated?', *Rotman International Journal of Pension Management*, Volume 2, Issue 1, Spring 2009 en Watchman.

65 Zie noot 51.

66 Zie noot 53.

67 D.W. Aertsen, *De trust: Beschouwingen over invoering van de trust in het Nederlandse recht*, diss. Nijmegen 2004, p. 71.

68 Kolkman, 2009, (T&C BW), art. 163, aant. 1.

69 P.Q. Watchman, 'Social responsibility and fiduciary duties of trustees', in *Good Governance for Pensions Schemes*, Cambridge 2011.

70 E. Lutjens, 'Creatief beleggen', redactioneel commentaar, *PE&P*, 2012, nr. 9.

71 Aanbevelingen Stichting van de Arbeid inzake goed pensioenfondsbestuur, Principes van 16 december 2005.

72 Zie E. Philip Davis 2002, 'Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulations of long-term institutional investors' portfolios', *Journal of Pension, Economics and Finance*, Cambridge University Press, vol. 1 (02), p.157-191.

73 Zie Groenboek, *Aanvullende pensioenen in de interne markt*, Brussel 10 juni 1997.

74 Kennelijk heeft DNB hoger beroep bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven ingesteld.

75 Ik wijs nog op het Myners-rapport waarin het volgende kritiekpunt naar voren wordt gebracht: 'many objectives are set which give managers unnecessary and artificial incentives to herd. So-called "peer group" benchmarks, directly incenting funds to copy other funds remain common.'



ingekleurd door jurisprudentie en beleid, mits niet te restrictief, om voldoende richting te geven in veranderende omstandigheden.<sup>76</sup> Een Nederlandse variant van de Myners-principes zou de prudent person regel in Nederland mijns inziens meer kunnen inkleuren. Zij bevatten duidelijke regels die een handvat geven, zonder in kwantitatieve voorschriften te vervallen. Voor het overige zullen in het bijzonder de ontwikkelingen op Europees niveau op de voet moeten worden gevolgd omdat de op handen zijnde herziening van de IORP-Richtlijn ook wat betreft de uitwerking van de prudent persoon regel leidend zal zijn.

---

76 Zie K. Johnson and F. Graaf, 'Modernising Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century', (2009) 2(1) *Rotman International Journal of Pension Management* 44 en R.H. Maatman en B.P. van der Graaf, 'Pensioenfondsen Glas in goud: beleggen volgens de prudent person-regel', *TPV* 2012/21. Anders Brief Minister van Sociale Zaken, Toekomst pensioenstelsel, p. 23 en Brief Regels betreffende pensioenen (PW).