

## Dividendarbitrage door pensioenfondsv verboden nevenactiviteit en strijdig met de 'prudent person' regel

CBb 15-11-2016, ECLI:NL:CBB:2016:323, m.nt. W.P.M. Thijssen

Instantie	College van Beroep voor het bedrijfsleven
Datum	15 november 2016
Magistraten	Mrs. W.A.J. van Lierop, H.S.J. Albers, J.L. Verbeek
Zaaknummer	15/219
Noot	W.P.M. Thijssen
Vakgebied(en)	Bestuursrecht algemeen (V)
Brondocumenten	ECLI:NL:CBB:2016:323, Uitspraak, College van Beroep voor het bedrijfsleven, 15-11-2016;
Wetingang	Art. 1, 52, 116, 135, 143 PW

## Essentie

Dividendarbitrage door pensioenfondsv verboden nevenactiviteit en strijdig met de 'prudent person' regel

## Samenvatting

*Dividendarbitrage door pensioenfondsv verboden nevenactiviteit en strijdig met de 'prudent person' regel*

## Partij(en)

1. Stichting GSFS Pensionfund, te Schiphol,
2. [naam 1], te [plaats 1],
3. [naam 2], te [plaats 2],
4. [naam 3], te [plaats 3],
5. [naam 4], te [plaats 4],
6. [naam 5], te [plaats 4],
7. [naam 6], te [plaats 5],
8. [naam 7], te [plaats 6],
9. [naam 8], te [plaats 7],

10. [naam 9], te [plaats 8],
11. [naam 10], te [plaats 9],
12. [naam 11], te [plaats 10],
13. [naam 12], te [plaats 7],
14. [naam 13], te [plaats 11],
15. [naam 14], te [plaats 12],

tezamen aangeduid als appellanten, (gemachtigden: mr. J. Hagers en mr. E. Lutjens), tegen de uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 16 februari 2015, kenmerk ROT 14/3775, in het geding tussen

appellanten

en

De Nederlandsche Bank N.V., te Amsterdam (DNB), (gemachtigde: mr. C.M. Bitter).

## Uitspraak

### Procesverloop in hoger beroep

Appellanten hebben hoger beroep ingesteld tegen de uitspraak van de rechtbank Rotterdam (rechtbank) van 16 februari 2015 (ECLI:NL:RBROT:2015:940).

DNB heeft een reactie op het hogerberoepschrift ingediend.

DNB en appellanten hebben vervolgens nog nadere stukken ingediend.

Het onderzoek ter zitting heeft plaatsgevonden op 6 september 2016. Appellanten onder 4, 9 en 13 zijn verschenen, bijgestaan door hun gemachtigden, die tevens de andere appellanten hebben vertegenwoordigd. Voorts zijn namens appellante onder 1 verschenen [naam 15] en [naam 16]. Namens DNB is haar gemachtigde verschenen, vergezeld door [naam 17], [naam 18] en [naam 19].

### Grondslag van het geschil

#### 1.1

Voor een uitgebreide weergave van het verloop van de procedure, het wettelijk kader en de in dit geding van belang zijnde feiten en omstandigheden, voor zover niet bestreden, wordt verwezen naar de aangevallen uitspraak. Het College volstaat met het volgende.

#### 1.2

Stichting GSFS Pensionfund (appellante onder 1, hierna: GSFS) is in 2008 opgericht en staat sinds 2009 ingeschreven in het register van pensioenfondsen van DNB. Blijkens haar statuten stelt GSFS zich ten doel het uitvoeren van toezeggingen van de werkgever, GSFS Asset Management B.V. (hierna: GSFS AM), aan de werknemers of gewezen werknemers en hun nagelaten betrekkingen ter zake van pensioenen, zoals vastgelegd in het pensioenreglement. Tot 15 april 2011 werd het beheer over het pensioenvermogen van GSFS op basis van een vermogensbeheerovereenkomst gevoerd door GSFS AM. Deze overeenkomst is op die datum met terugwerkende kracht tot 1 januari 2011 vervangen door een "Profit Share and Cooperation Agreement" (hierna: de samenwerkingsovereenkomst) tussen GSFS

en GSFS AM. Appellanten onder 2 tot en met 15 zijn individuele deelnemers aan het pensioenfonds.

### 1.3

Naar aanleiding van een in de jaarrekening 2010 van GSFS opgenomen omvangrijke lening, heeft DNB GSFS begin 2012 om informatie verzocht. Uit de op dat moment en nadien verzochte en verkregen informatie is volgens DNB gebleken dat de beleggingsactiviteiten van GSFS vrijwel volledig bestaan uit het verrichten van dividendarbitrage. Deze activiteit houdt in dat rond de dividenddatum grote volumes aandelen en derivaten worden verhandeld, uitsluitend met het oog op het ontvangen van dividend. Het voordeel van deelname van GSFS aan de samenwerkingsovereenkomst is, aldus DNB, dat zij de dividendbelasting met een beroep op haar status van pensioenfonds integraal terugontvangt.

### 1.4

Volgens DNB blijkt uit de jaarrekeningen 2010, 2011 en 2012 van GSFS dat de ingelegde premies van de werknemers en de werkgever op een depositorekening worden gestort. De effectenportefeuille van GSFS wordt gefinancierd met geleend geld dan wel derivaten, waarvan de omvang de ingelegde pensioenpremies vele malen (soms tot wel 800 keer) overschrijdt. Daarnaast komt een groot deel van de opbrengsten van de beleggingen, die uitsluitend bestaan uit de dividendbelasting die GSFS vanwege de fiscale status van pensioenfonds kan terugvragen, niet toe aan de deelnemers, maar — op basis van de samenwerkingsovereenkomst — aan GSFS AM, alsmede vanaf enig moment aan haar zusteronderneming Global Securities Arbitrage B.V. (GSA).

### 1.5

Op grond van vorenstaande bevindingen heeft DNB geconcludeerd dat GSFS, naast de uitvoering van een premiepensioenregeling voor de werkgever, tezamen met GSFS AM activiteiten verricht die niet gerelateerd zijn aan activiteiten in verband met pensioen en werkzaamheden die daarmee verband houden en dat derhalve sprake is van overtreding van artikel 116 van de Pensioenwet (Pw). Volgens DNB handelt GSFS door de aard en opzet van deze nevenactiviteiten ook in strijd met het leningenverbod, zoals neergelegd in artikel 136 van de Pw in samenhang gezien met artikel 14 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Besluit FTK), en de wettelijke beperkingen voor het gebruik van derivaten, zoals neergelegd in artikel 135 van de Pw in samenhang gezien met artikel 13 van het Besluit FTK. Verder is DNB van mening dat GSFS een beleggingsbeleid voert dat niet in overeenstemming is met de 'prudent-person' regel, zoals neergelegd in artikel 135 van de Pw. Tot slot heeft DNB geconcludeerd dat artikel 143 van de Pw door GSFS wordt overtreden, nu geen sprake is van een beheerste en integere bedrijfsvoering.

### 1.6

Ter beëindiging van voormelde overtredingen heeft DNB in haar besluit van 31 oktober 2013 (het primaire besluit) aan GSFS op grond van artikel 171, eerste lid, van de Pw een aanwijzing gegeven tot het volgen van een gedragslijn, strekkende tot:

- (1) beëindiging van alle nevenactiviteiten;
- (2) beperking van de feitelijke beleggingen van GSFS tot het beleggen van de premiereserve en beëindiging van alle overige long en short posities;
- (3) aanpassing strategisch beleggingsbeleid om te voldoen aan de 'prudent-person' regel;

- (4) aanpassing fondsdocumentatie;
- (5) rapportageverplichtingen.

## 1.7

Bij brief van 3 maart 2014 heeft DNB een reactie gegeven op de wijze waarop GSFS de aanwijzing van 31 oktober 2013 heeft opgevolgd. DNB is van mening dat GSFS nog steeds onvoldoende informatie heeft verschaft om te kunnen beoordelen of GSFS aan de aanwijzing heeft voldaan.

## 1.8

Bij haar besluit van 28 april 2014, waartegen het beroep bij de rechtbank was gericht, heeft DNB het bezwaar tegen het primaire besluit van appellanten onder 2 tot en met 15 niet-ontvankelijk verklaard, aangezien hun belangen niet rechtstreeks door het besluit worden geraakt. Het bezwaar van GSFS heeft zij ongegrond verklaard, met dien verstande dat voor het voldoen aan onderdeel 2 van de aanwijzing, en onderdeel 5 voor zover betrekking hebbend op onderdeel 2, een nadere termijn wordt gesteld die eindigt op 9 juni 2014. Aan de overige onderdelen heeft GSFS volgens DNB voldaan.

## Uitspraak van de rechtbank

### 2.1

De rechtbank heeft het beroep van GSFS en appellanten onder 2 tot en met 15 ongegrond verklaard. Hiertoe heeft zij, voor zover voor het hoger beroep van belang, het volgende overwogen.

### 2.2

Appellanten onder 2 tot en met 15 staan vanwege het pensioenbeding in hun arbeidscontracten met GSFS AM in een contractuele relatie met GSFS. Hoewel het (financieel) belang van deze appellanten door het primaire besluit kan worden geraakt, komen de gevolgen van dit besluit voor hen eerst via deze contractuele relatie tot stand. Aldus hebben appellanten onder 2 tot en met 15 een afgeleid belang en is hun belang niet rechtstreeks bij dit besluit betrokken, zodat zij ten aanzien van het primaire besluit niet als belanghebbenden in de zin van artikel 1:2, eerste lid, van de Algemene wet bestuursrecht (Awb) kunnen worden aangemerkt en DNB hun bezwaar terecht niet-ontvankelijk heeft verklaard.

### 2.3

Ten aanzien van de overtreding van artikel 116 van de Pw is de rechtbank met DNB van oordeel dat de op naam van GSFS door GSFS AM verrichtte beleggingsactiviteiten, die onweersproken vrijwel volledig bestonden uit dividendarbitrage, niet kwalificeren als activiteiten in verband met pensioen en werkzaamheden die daarmee verband houden. Een van de kernactiviteiten van een pensioenfonds betreft het beleggen en beheren van de financiële middelen, te weten de ingelegde pensioenpremies en het daarop behaalde rendement. Zoals GSFS zelf in haar beroepsgronden benadrukt, stond een groot deel, zo niet het merendeel, van het pensioenvermogen evenwel op een depositorekening en had dit vermogen aldus niets met de dividendarbitrage te maken. De dividendarbitrage werd, naar evenmin weersproken, gefinancierd met op naam van GSFS geleend geld of de verkoop van derivaten. De omvang van dit vermogen overschreed de omvang van de ingelegde pensioenpremies vele malen,

soms tot wel 800 keer. De stelling van GSFS dat haar 'long' en 'short' posities elkaar nivelleerden tot nihil en dat de effectieve belegging hierdoor was beperkt tot de ingelegde premies, maakt dit, wat daarvan ook zij, niet anders. Feit blijft dat met een omvangrijke hoeveelheid vreemd vermogen beleggingsactiviteiten werden verricht waarvoor de eigen premiereserve volstrekt ontoereikend was en waarbij, naar onweersproken, de behaalde opbrengsten uitsluitend bestonden uit de teruggave van dividendbelasting, waarvan in 2011 65,3% aan GSFS AM en in 2012 circa 75% aan GSFS AM tezamen met haar zusteronderneming GSA ten goede kwam. Met DNB is de rechtbank van oordeel dat GSFS zich met deze beleggingsstrategie niet als pensioenfonds, maar als ondernemer gedroeg en dat dus sprake was van nevenactiviteiten. Met haar stelling dat, ondanks de gelden die naar GSFS AM en GSA gingen, de aanwas van het pensioenvermogen bovengemiddeld was, gaat GSFS eraan voorbij dat het risico van de beleggingsstrategie, waarbij niet alleen kan worden gedacht aan weigering van de teruggave van dividendbelasting maar ook aan terugvordering van al uitgekeerde bedragen, geheel lag bij de pensioendeelnemers, die bij het openbaren van dit risico hun volledige aanspraken op pensioen konden, en bij terugvordering in de toekomst ook thans nog kunnen, verliezen. Dat dit een reëel risico is, blijkt uit de uitspraak van de rechtbank Noord-Holland van 25 juni 2014 (ECLI:NL:RBNHO:2014:5669) inzake een geschil tussen GSFS en de Nederlandse belastingdienst.

## 2.4

Met betrekking tot de overtreding van artikel 135 van de Pw overweegt de rechtbank het volgende. Zoals blijkt uit de memorie van toelichting bij de Pensioenwet (TK, 2005-2006, 30 413, nr. 3, p. 258) moet het bepaalde onder a van het eerste lid van artikel 135 van de Pw aldus worden gelezen dat de waarden uitsluitend dienen te worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden; de waarden mogen in de regel niet voor andere doeleinden worden gebruikt dan ter verstrekking van pensioenuitkeringen. Met DNB is de rechtbank van oordeel dat nog daargelaten dat geen sprake was van een 'fee' maar van winstdeling op basis van de samenwerkingsovereenkomst aan GSFS AM (tezamen met GSA) een dermate substantieel deel van de behaalde opbrengsten ten goede kwam dat niet kan worden volgehouden dat het beleggingsbeleid uitsluitend was gericht op het belang van de pensioendeelnemers en niet tevens op het belang van GSFS AM en GSA, hetgeen overigens ook de conclusie was van de rechtbank Noord-Holland in de hiervoor genoemde uitspraak van 25 juni 2014.

## 2.5

Op grond van artikel 13, vierde lid, van het Besluit FTK zijn beleggingen in derivaten toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Niet wordt weersproken door GSFS dat de derivaten werden verkocht om de aankoop van de onderliggende aandelen te financieren. De derivaten werden met andere woorden gebruikt als beleggingsinstrument en niet ingezet ter afdekking van risico's. Voor het oordeel dat DNB ten onrechte meent dat met het gebruik van derivaten niet het risicoprofiel werd verminderd, ziet de rechtbank dan ook geen grond. Hetgeen GSFS naar voren brengt omtrent het innemen van uitsluitend 'delta neutrale' posities, leidt niet tot een ander oordeel. De rechtbank neemt daarbij mede in aanmerking hetgeen zij reeds hiervoor omtrent het risico van de beleggingsstrategie heeft overwogen en op grond waarvan de conclusie is gerechtvaardigd dat in strijd met de 'prudent-person' regel de veiligheid van de portefeuille niet was gewaarborgd. Zoals DNB terecht opmerkt, levert dit eveneens een overtreding van artikel 135 van de Pw op.

## 2.6

Zoals DNB ter zitting bij de rechtbank terecht heeft opgemerkt, bieden de overtredingen door GSFS van de artikelen 116 en 135 van de Pw en artikel 13 van het Besluit FTK reeds grondslag voor het geven van de aanwijzing. Daarbij merkt de rechtbank op dat de brief van DNB van 3 maart 2014, anders dan GSFS meent, geen nieuwe aanwijzing bevat, nu daarin geen verdergaande eisen zijn gesteld dan in het primaire besluit. Hetgeen GSFS naar voren heeft gebracht tegen de eveneens verweten overtredingen van de artikelen 136 en 143 van de Pw en artikel 14 van het Besluit FTK behoeft gezien het voorgaande geen bespreking.

## 2.7

Het beroep van GSFS op het gelijkheidsbeginsel en het vertrouwensbeginsel leidt niet tot een ander oordeel.

## Beoordeling van het geschil in hoger beroep

### De ontvankelijkheid van het bezwaar van de pensioendeelnemers

#### Standpunt appellanten

##### 3.1

Appellanten onder 2 tot en met 15 betogen dat de rechtbank ten onrechte heeft geoordeeld dat DNB het door hen ingediende bezwaar terecht niet-ontvankelijk heeft verklaard. Volgens hen is het onjuist om te stellen dat louter sprake is van een contractuele relatie. De aanwijzing heeft rechtstreeks gevolg voor het pensioenvermogen dat door GSFS wordt beheerd. Appellanten onder 2 tot en met 15 zijn aanspraakgerechtigd op dit pensioenvermogen; hun eigendom wordt als gevolg van de aanwijzing rechtstreeks en ernstig geschaad. Deze situatie is onvergelijkbaar met de situatie die zich voordeed in de door de rechtbank aangehaalde jurisprudentie, waarbij sprake was van een afgeleid belang via een vervoersovereenkomst tussen een vervoerder en de spoorbeheerder (de uitspraak van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State van 13 januari 2010, ECLI:NL:RVS:2010:BK9028, en de uitspraak van het College van 2 februari 2012, ECLI:NL:CBB:2012:BV5176). Volgens appellanten is hun situatie meer vergelijkbaar met die van een directeur-grotaandeelhouder, die volgens vaste jurisprudentie (zie bijvoorbeeld de uitspraak van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State van 27 augustus 2014, ECLI:NL:RVS:2014:3200) wel als belanghebbende wordt aangemerkt bij een besluit gericht aan de vennootschap waarvan hij directeur-grotaandeelhouder is. Ook andere recente jurisprudentie, zoals de uitspraak van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State van 17 december 2014, ECLI:NL:RVS:2014:4543, bevestigt volgens appellanten dat zij belanghebbende zijn bij het primaire besluit, aangezien zij bij dat besluit een rechtstreeks persoonlijk en concreet belang hebben. Het gaat hier immers om een beschikbare premiereregeling, waarvan alle opbrengsten op de pensioengerechtigde leeftijd aan de pensioendeelnemers toekomen.

#### Standpunt DNB

##### 3.2

Volgens DNB bestaat er geen reden om af te wijken van het uitgangspunt dat degene die slechts in een

privaatrechtelijke rechtsverhouding staat met degene die eerst door het besluit wordt getroffen, niet-ontvankelijk is. De uitzondering op deze regel geformuleerd in de door appellanten genoemde uitspraken doet zich in dit geval niet voor. Anders dan in die zaken het geval was, is geen sprake van een situatie waarin het besluit rechtstreekse gevolgen heeft voor de belangen van appellanten onder 2 tot en met 15. Een aanwijzing van DNB aan een pensioenfonds strekt ertoe de naleving van de wet- en regelgeving door dat pensioenfonds te bewerkstelligen. De aanwijzing is gericht tot het pensioenfonds, dat daarbij rechtstreeks belanghebbende is. Naleving is in het belang van de pensioen- en aanspraakgerechtigden in het algemeen. Er kan daarbij geen acht worden geslagen op de individuele belangen van iedere afzonderlijke aanspraak- en pensioengerechtigde. Appellanten worden hooguit indirect geraakt, doordat hun pensioenfonds mogelijk minder rendement zal behalen als het de aanwijzing opvolgt. Dat is geen rechtstreeks gevolg van de aanwijzing, aldus DNB, maar van de keuzes die het pensioenfonds moet maken bij het naleven van de aanwijzing en bij de beslissing om in overeenstemming te handelen met de Pensioenwet.

#### **Beoordeling door het College**

##### **3.3**

Zoals appellanten onder 2 tot en met 15 betogen, en DNB onderkent, kan het door GSFS opvolgen van de door DNB gegeven aanwijzing gevolgen hebben voor het rendement dat door GSFS wordt behaald op het door en namens appellanten onder 2 tot en met 15 ingelegde pensioenvermogen. Een eventueel verminderd rendement betreft echter een belang dat uitsluitend voortvloeit uit de contractuele relatie tussen appellanten als deelnemer aan het pensioenfonds en GSFS. Appellanten onder 2 tot en met 15 hebben daarom geen eigen belang, maar een afgeleid belang bij de aanwijzing (zie de uitspraak van het College van 10 mei 2016, ECLI:NL:CBB:2016:105). De hoedanigheid van pensioendeelnemer maakt niet dat sprake is van een belang dat zodanig verweven is met en parallel loopt aan dat van appellante sub 1, anders dan het geval was in de zaak die heeft geleid tot de eerdergenoemde uitspraak van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State van 27 augustus 2014, ECLI:NL:RVS:2014:3200. Ook de andere door appellanten onder 2 tot en met 15 aangehaalde rechtspraak leidt niet tot een ander oordeel.

##### **3.4**

Het hoger beroep van appellanten onder 2 tot en met 15 is ongegrond. De aangevallen uitspraak dient in zoverre te worden bevestigd.

#### **De overtreding van artikel 116 van de Pensioenwet**

##### **Standpunt GSFS**

##### **4.1**

GSFS betoogt dat zij zich beperkt tot het verstrekken van pensioenuitkeringen en werkzaamheden die daarmee verband houden. Zij houdt zich slechts bezig met haar statutaire doel: het opbouwen van pensioenvermogen voor haar pensioendeelnemers. Die opbouw is bovengemiddeld en derhalve moet de conclusie zijn dat GSFS haar statutaire doel naleeft. Zij heeft gekozen voor een vermogensbeheerder die zich heeft gespecialiseerd in (op fiscale optimalisatie gerichte)

arbitragestrategieën, en heeft hierbij de alleszins redelijke en gebruikelijke afspraak gemaakt dat daar waar de resultaten bovengemiddeld zijn, de vergoeding ook bovengemiddeld moet zijn. De aanwijzing is volgens GSFS louter gebaseerd op het oordeel van DNB dat sprake zou zijn van fiscaal oneerlijke activiteiten. Dit heeft echter niets te maken met overtreding van artikel 116 van de Pw. Dat een vermogensbeheerder arbitreert en gebruikmaakt van fiscale mogelijkheden, betekent nog niet dat een pensioenfonds zich schuldig maakt aan nevenactiviteiten. Er is geen sprake van activiteiten die niet strekken tot pensioenopbouw. Zoals DNB erkent zijn de resultaten — ook na aftrek van kosten — bovengemiddeld. Volgens GSFS valt niet in te zien hoe beleggingsstrategieën, dan wel het gebruikmaken van fiscale vrijstellingen, zouden kunnen worden beschouwd als verboden activiteiten onder artikel 116 van de Pw. Ook het argument van de rechtbank dat het risico van de beleggingsstrategie bij de pensioendeelnemers ligt, maakt niet dat sprake is van nevenwerkzaamheden. Dit is namelijk het geval bij ieder pensioenfonds. Bovendien wordt er gemeten met twee maten, aldus GSFS, aangezien andere pensioenfondsen deze beleggingsstrategieën kennelijk wel mogen uitvoeren. De mate waarin GSFS dividendarbitrage toepast kan volgens haar geen reden zijn om deze activiteit als nevenactiviteit te bestempelen.

#### 4.2

GSFS stelt dat DNB de beleggingsactiviteiten van GSFS onjuist heeft omschreven. Van beleggen met vreemd vermogen was geen sprake, en anders dan DNB betoogt werd wel degelijk belegd met de ingelegde pensioenpremies. Ter zitting bij het College heeft GSFS nader toegelicht op welke wijze de pensioenpremies werden gebruikt bij de beleggingsactiviteiten. Door GSFS werden (onder andere) gedekte calls geschreven, wat inhoudt dat call-opties werden verkocht met betrekking tot effecten die daadwerkelijk in het bezit waren van GSFS. Voor het verrichten van dergelijke transacties is zekerheid (“margin”) vereist. De margin is de feitelijke belegging die GSFS van de clearinginstelling of bank moet aanhouden om de betreffende transacties te kunnen verrichten. Hiervoor werd altijd de ingelegde pensioenpremie gebruikt. Het is volgens GSFS op zichzelf juist dat bij deze beleggingsstrategie met beperkt eigen vermogen grote transacties kunnen worden verricht, maar zonder dat beperkte eigen vermogen zijn die transacties in het geheel niet mogelijk. Dat de premiereserve van GSFS onvoldoende zou zijn om de beleggingsstrategieën te voeren, zoals de rechtbank overweegt, is derhalve onjuist. Het standpunt van DNB dat er met meer middelen dan de pensioenpremie belegd zou zijn, is gelet op deze werkwijze evident feitelijk onjuist en innerlijk tegenstrijdig. Het is inherent aan arbitrageactiviteiten dat met een relatief beperkte margin grote (gehedgde en gedekte) transacties worden verricht. Hiermee is volgens GSFS duidelijk dat de pensioenpremie is gebruikt voor de beleggingen en dat zonder die premie de beleggingsactiviteiten onmogelijk waren. GSFS heeft ter zitting aangeboden om deze stelling nader te onderbouwen door middel van deskundigenbewijs.

#### 4.3

Volgens GSFS heeft de rechtbank ten onrechte geoordeeld dat GSFS zou handelen met vreemd vermogen. Tegengestelde opties kwalificeren niet als vreemd vermogen, en de omvang van de derivatenpositie maakt dit niet anders. De opbrengst van een verkocht derivaat kwalificeert niet als vreemd vermogen of als een lening. Ontvangen premies zijn verkoopopbrengsten van verkochte rechten; dat maakt het juist geen vreemd vermogen. Ieder pensioenfonds en iedere financiële instelling berekent haar positie op basis van netto posities, aldus GSFS. Ook de jurisprudentie van de Hoge Raad, zoals bijvoorbeeld het arrest van de Hoge Raad van 16 november 2007,



ECLI:NL:HR:2007:AZ7371, bevestigt dat tegengestelde posities in samenhang moeten worden gewaardeerd. Omdat sprake is van deltaneutraal handelen, nivelleren de long en short posities elkaar tot nihil. Hierdoor is het risico van de door GSFS uitgevoerde beleggingsactiviteiten nul. Anders dan de rechtbank overweegt is dit wel degelijk een relevante omstandigheid, aangezien de Pensioenwet en de regels waarop DNB zich beroept gericht zijn op beperking van risico's. Niet de omvang van een tegengestelde positie, maar de effectieve belegging dient het uitgangspunt te zijn en die was beperkt tot de ingelegde premie.

#### 4.4

Ten slotte weerspreekt GSFS het oordeel van de rechtbank dat van de met de beleggingsactiviteiten behaalde opbrengst in 2011 65,3% aan GSFS AM en in 2012 circa 75% aan GSFS AM tezamen met haar zusteronderneming GSA ten goede kwam. Hoewel de fee voor GSFS AM in 2011 inderdaad 65,3% betrof, was dit in 2012 slechts 44,9%. Gemiddeld is de fee circa 45%, aldus GSFS.

#### Standpunt DNB

#### 4.5

DNB betoogt dat de kern van haar bezwaar tegen het handelen van GSFS is dat — zoals GSFS zelf ook erkent — een groot deel, zo niet het merendeel, van het pensioenvermogen op een depositorekening stond en aldus niets met de dividendarbitrage te maken had. De stelling van GSFS dat het pensioenvermogen wel voor de dividendarbitrage zou worden gebruikt, is volgens DNB tardief aangevoerd. Deze stelling is ook in strijd met de eigen eerdere stellingen van GSFS dat het pensioenvermogen op depositorekeningen werd geplaatst en niet werd gebruikt voor de dividendarbitrage-activiteiten, en is daarnaast niet aannemelijk gemaakt. Als GSFS het pensioenvermogen zou gebruiken ter voldoening aan de margin-verplichtingen, betekent dat bovendien volgens DNB niet dat er geen sprake zou zijn van een overtreding. Het pensioenvermogen zou in dat geval immers slechts als zekerheid voor de beleggingsactiviteiten dienen, terwijl die activiteiten zelf met vreemd vermogen worden gefinancierd. GSFS hield zich derhalve niet bezig met wat een van de kernactiviteiten van een pensioenfonds zou moeten zijn, namelijk het beleggen en beheren van de ingelegde pensioenpremies en het daarop behaalde rendement. Slechts het stallen van het pensioenvermogen op depositorekeningen geldt volgens DNB als activiteit van GSFS in verband met pensioen en werkzaamheden die daarmee verband houden als bedoeld in artikel 116 van de Pw. De andere activiteiten, bestaand uit zeer omvangrijke beleggingsactiviteiten die aanvankelijk werden gefinancierd met geleend geld en later door de verkoop van derivaten en factoring, zijn te kwalificeren als nevenactiviteiten en daarmee in strijd met artikel 116 van de Pw.

#### 4.6

Daargelaten of het risico van de door GSFS uitgevoerde dividendarbitrage nul is — DNB betwist dat — is de stelling dat geen sprake zou zijn van nevenactiviteiten omdat er geen risico is, niet houdbaar. Het risico van een bepaalde activiteit is niet relevant voor de vraag of sprake is van een nevenactiviteit. De overtreding van het nevenactiviteitenverbod is gebaseerd op een combinatie van factoren, te weten: 1) de hele opzet van GSFS, 2) het gegeven dat reusachtige aantallen aandelen en derivaten worden verhandeld, met andere middelen dan het pensioenvermogen, en 3) het gegeven dat ca. 75% van de opbrengst aan anderen dan de pensioendeelnemers ten goede komt, namelijk aan

werkgever/vermogensbeheerder GSFS AM, via een winstverdelingsregeling, en aan GSA, via factoring. De opzet om via GSFS als pensioenfonds dividendbelasting terug te vragen, terwijl (alleen) daardoor rendement wordt behaald, dat wordt gedeeld met derden die zelf geen of slechts een gedeelte van de dividendbelasting kunnen terugvragen of verrekenen, kan verder bijdragen aan de conclusie dat GSFS niet met pensioenactiviteiten bezig is, maar (vooral) met ondernemingsactiviteiten, samen met GSFS AM. In plaats van de stellingen van DNB en de overwegingen van de rechtbank op dit punt te bestrijden, komt GSFS niet veel verder dan dat het rendement voor de deelnemers buitengewoon goed is en dat ook andere pensioenfondsen in derivaten handelen en dividendbelasting terugvragen en dat DNB dat niet als nevenactiviteit beschouwt. Volgens DNB is echter sprake van een constructie met een hoog risico, welk risico voor de deelnemers komt, waarbij geldt dat geen ander pensioenfonds een vergelijkbare constructie hanteert als GSFS. Anders dan GSFS betoogt, wordt er niet met twee maten gemeten.

#### 4.7

Het betoog van GSFS dat een tegengestelde vermogenspositie of een derivaat geen vreemd vermogen is, is onjuist, aldus DNB. Waar het om gaat is dat vaststaat dat het fonds over andere en méér middelen voor de beleggingsactiviteiten beschikte dan de pensioenpremies van de deelnemers. GSFS gaat niet in op de kern van het verwijt, dat de eigen premiereserve volstrekt ontoereikend was voor de omvangrijke beleggingsactiviteiten die werden uitgevoerd. Zij gaat ook niet in op de overweging van de rechtbank dat de behaalde opbrengsten uitsluitend bestonden uit een deel van de teruggaven van dividendbelasting.

#### 4.8

GSFS komt voorts nauwelijks gemotiveerd op tegen de vaststelling door de rechtbank dat van de met de beleggingsactiviteiten behaalde opbrengst in 2011 65,3% aan GSFS AM en in 2012 circa 75% aan GSFS AM tezamen met haar zusteronderneming GSA ten goede kwam, en dat dit niet meer is aan te merken als een fee voor vermogensbeheer, maar als een winstdeling tussen samenwerkingspartners. Allereerst erkent GSFS dat in 2011 65,3% van het rendement aan GSFS AM toekwam. Volgens het overzicht van appellanten was dat in de jaren 2012 en 2013 45%. Daargelaten dat ook een dergelijke fee buitenproportioneel hoog zou zijn, gaan appellanten eraan voorbij dat er in die jaren — zoals de rechtbank ook overwoog — ook substantiële bedragen aan GSA zijn uitgekeerd. Appellanten betwisten dit niet, en gaan geheel aan de positie van GSA voorbij. Volgens DNB staat de aan GSA betaalde “factoring fee” niet in verhouding tot de uitgevoerde activiteiten en hebben de GSFS-vennootschappen in 2012 en 2013 tezamen 75% van de opbrengsten van de dividendarbitrage ontvangen.

#### **Beoordeling door het College**

#### 4.9

Ten aanzien van de wijze waarop de op naam van GSFS door GSFS AM verrichtte beleggingsactiviteiten werden uitgevoerd, overweegt het College het volgende. Vast staat dat de door GSFS AM uitgevoerde activiteiten enkel bestonden uit dividendarbitrage. Eveneens staat vast dat ten behoeve van deze arbitrage-activiteiten grote volumes effecten (aandelen) werden aangeschaft, waarvan de waarde de pensioenreserve (bestaand uit de ingelegde pensioenpremies en de daarop behaalde rendementen) vele malen oversteeg. Zo blijkt uit de jaarstukken dat ultimo 2011 sprake was

van een premiereserve van € 1,95 miljoen, terwijl GSFS voor een bedrag van € 35,4 miljoen aan aandelen bezat. Ultimo 2012 beschikte GSFS over een premiereserve van € 3 miljoen, en bezat zij voor een bedrag van € 343,2 miljoen aan aandelen. Uit de jaarstukken blijkt verder dat in 2011 en 2012 voor enkele miljarden euro's aan aandelen is verhandeld namens GSFS.

#### 4.10

Het College stelt vast dat de betreffende aandelen alleen konden worden aangeschaft doordat GSFS via haar broker (Investec Bank) toegang kon krijgen tot (aanvullende) financiering, aanvankelijk via bankleningen en later door het gebruik van derivatenconstructies. Het College acht aannemelijk dat GSFS, zoals zij stelt, voor het via haar broker uitvoeren van deze beleggingsactiviteiten zekerheid moest verschaffen, in de vorm van margin, en acht eveneens aannemelijk dat (een deel van) de premiereserve voor dit doel werd ingezet. Nadere bewijslevering van deze stelling, zoals door GSFS aangeboden, is daarom niet meer noodzakelijk. In dit verband is relevant dat, anders dan DNB betoogt, GSFS niet heeft gesteld dat de gehele premiereserve op depositorekeningen stond. Uit het voorgenomen besluit, dat door DNB op 6 augustus 2013 aan GSFS is toegezonden, blijkt dat bij het soort beleggingsactiviteiten dat door GSFS AM werd uitgevoerd normaliter zekerheid wordt vereist ter dekking van het "overnight risk". Uit de bij brief van 25 augustus 2016 door GSFS overgelegde margin-overzichten, in combinatie met de daarop door GSFS gegeven toelichting, blijkt dat GSFS ter voldoening aan haar margin-verplichtingen gelden plaatste op een rekening bij haar broker. Uit de omstandigheid dat aan het eind van het boekjaar een met de ingelegde pensioenpremies vergelijkbaar bedrag op één of meer bankrekeningen stond, kan derhalve niet worden afgeleid dat de pensioenreserve geen rol speelde bij de namens GSFS uitgevoerde dividendarbitrage-activiteiten.

#### 4.11

Ten aanzien van de met de dividendarbitrage behaalde rendementen overweegt het College het volgende. Zoals blijkt uit hoofdstuk 7 van de samenwerkingsovereenkomst kwam aan GSFS AM een winstdeling ("profit share") toe, en niet — zoals GSFS betoogt — een vergoeding ("fee"). GSFS erkent dat in 2011 65,3% van het behaalde rendement aan GSFS AM toekwam. Zoals DNB terecht betoogt, gaat GSFS bij haar betwisting van het oordeel van de rechtbank ten aanzien van de in 2012 gerealiseerde rendementen voorbij aan de betalingen die door GSFS als "factoring fee" zijn afgedragen aan GSA. Uit het door GSFS zelf bij haar beroepschrift overgelegde overzicht blijkt dat in 2012 met de beleggingsactiviteiten een rendement van € 4.814.854,-- was gerealiseerd. Daarvan kwam € 2.159.742,- - toe aan GSFS AM, € 1.679.013,-- aan GSA en € 976.099,-- aan GSFS. Hieruit volgt dat van de opbrengsten over het jaar 2012 meer dan de door de rechtbank vastgestelde 75% ten goede kwam aan GSFS AM en GSA, namelijk 79,7%. Derhalve kan worden vastgesteld dat het merendeel van het rendement dat in de jaren 2011 en 2012 werd behaald met de namens GSFS uitgevoerde beleggingsactiviteiten ten goede kwam aan anderen dan de pensioendeelnemers.

#### 4.12

Uit voorgaande feiten en omstandigheden blijkt naar het oordeel van het College dat de namens GSFS uitgevoerde beleggingsactiviteiten niet kunnen worden beschouwd als activiteiten in verband met pensioen en werkzaamheden die daarmee verband houden, zoals bedoeld in artikel 116, eerste lid, van de Pw. Zoals de rechtbank terecht heeft overwogen, betreft een van de kernactiviteiten van een

pensioenfondsen het beleggen en beheren van de financiële middelen, te weten de ingelegde pensioenpremies en het daarop behaalde rendement. Daarvan is in het geval van de namens GSFS uitgevoerde arbitrage-activiteiten geen sprake. De in het kader van deze beleggingsactiviteiten aangeschafte aandelen werden immers gefinancierd door middel van leningen dan wel (geschreven) derivaten. Dat de pensioenpremies een (passieve) rol speelden bij de betreffende beleggingsactiviteiten, daar zij dienst deden als zekerheid, maakt het voorgaande niet anders, aangezien de aankoop van de effecten werd gefinancierd met andere middelen dan de ingelegde premies en het daarop behaalde rendement. Bij de beoordeling dient voorts de omvang van de arbitrage-activiteiten in verhouding tot het pensioenvermogen in ogenschouw te worden genomen. Zoals de rechtbank onweersproken heeft vastgesteld, overschreed de omvang van het belegd vermogen de omvang van de ingelegde pensioenpremies vele malen, soms tot wel 800 keer. Het College is met de rechtbank van oordeel dat GSFS zich met de hiervoor omschreven beleggingsstrategie, waarvan de baten voor het grootste gedeelte ten goede kwamen aan anderen dan de pensioendeelnemers, niet als pensioenfonds maar als ondernemer gedroeg en dat dus sprake was van nevenactiviteiten.

#### 4.13

De overige door GSFS aangevoerde argumenten leiden niet tot een ander oordeel. De mate van risico verbonden aan een bepaalde activiteit is niet relevant voor de vraag of sprake is van een nevenactiviteit. Ook de omstandigheid dat (een deel van) het rendement van een activiteit ten goede komt aan de pensioendeelnemers, maakt niet dat die activiteit dient te worden aangemerkt als een activiteit in verband met pensioen of een werkzaamheid die daarmee verband houdt, aangezien daarvoor de aard van de activiteit zelf bepalend is. Dat DNB bij het opleggen van de aanwijzing rekening heeft gehouden met de fiscale risico's verbonden aan de beleggingsactiviteiten van GSFS, maakt niet dat zij een fiscale norm zou handhaven. Van ongelijke behandeling ten opzichte van andere pensioenfondsen is het College niet gebleken. GSFS heeft niet aannemelijk gemaakt dat andere pensioenfondsen vergelijkbare beleggingsconstructies hanteren, waarbij met grote sommen geld die niet afkomstig zijn uit de premiereserve beleggingsactiviteiten worden ontplooid van een omvang die de premiereserve vele malen overstijgt en waarvan de opbrengsten voor het grootste deel worden afgedragen aan andere partijen.

Het betoog van GSFS slaagt niet.

### **De overtreding van artikel 135 van de Pensioenwet**

#### **Standpunt GSFS**

#### 5.1

Volgens GSFS oordeelt de rechtbank ten onrechte dat haar beleid niet in overeenstemming is met de 'prudent-person' regel. DNB en de rechtbank zijn kennelijk van oordeel dat de opbrengsten van de activiteiten van GSFS alleen aan haar mogen toekomen. Daarmee gaan zij ten onrechte voorbij aan het gegeven dat de opbrengsten — na aftrek van kosten — bovengemiddeld goed zijn en dus in het belang van de pensioendeelnemers. GSFS haalt een buitengewoon goed rendement met haar beleggingsactiviteiten; zo was haar rendement in 2010 184,4%, en in 2011 38%. Dit rendement is vele malen hoger dan dat van andere pensioenfondsen. Vanwege dit rendement was GSFS bereid om af te spreken dat de kosten bij bovengemiddelde resultaten ook bovengemiddeld konden zijn. Bij verlies zijn

er echter geen kosten voor de pensioendeelnemers. Volgens GSFS is niet duidelijk waarom dit in strijd zou zijn met artikel 135 van de Pw. De bovengemiddelde opbrengsten komen onbetwist aan de aanspraak- en pensioengerechtigden toe. De door GSFS gemaakte afweging is in lijn met hetgeen DNB zelf aan pensioenfondsen communiceert ten aanzien van het afwegen van kosten tegen de risico- en rendementskarakteristieken van een belegging. De pensioendeelnemers worden — gelet op het netto resultaat — niet benadeeld, en zijn daarnaast als (ex)werknemers van GSFS AM op de hoogte van de door het pensioenfonds verrichte activiteiten.

## 5.2

Van strijd met de wettelijke beperkingen voor het gebruik van derivaten is geen sprake. De stelling van DNB dat derivaten niet als beleggingsinstrument gebruikt zouden mogen worden, is op zich reeds onbegrijpelijk, omdat een derivaat per definitie een beleggingsinstrument is. GSFS gebruikt derivaten echter tegelijkertijd om risico's optimaal af te dekken. Aangezien de derivaten worden verkocht om een tegengestelde kooppositie te financieren, worden zij ingezet om risico's volledig te mitigeren. Ook de rechtbank neemt aan dat sprake is van deltaneutrale posities, welke nu juist worden ingenomen om risico's af te dekken. De onjuistheid van de stelling dat derivaten niet als beleggingsinstrument gebruikt zouden mogen worden, blijkt onder andere uit het gegeven dat ook het pensioenfonds van DNB zelf derivaten als zodanig inzet.

### Standpunt DNB

## 5.3

DNB betoogt dat GSFS langs de kern van het verwijt van DNB gaat. Het gaat er niet om dat een pensioenfonds aan zijn vermogensbeheerder onder omstandigheden geen bovengemiddelde fee zou mogen betalen. Het gaat erom dat een pensioenfonds niet driekwart van de opbrengsten als "profit share" aan anderen dan de pensioendeelnemers ten goede mag laten komen. Een pensioenfonds mag zijn beleggingsbeleid immers alleen richten op het belang van de pensioendeelnemers. Daarnaast is de strategie in strijd met artikel 135 van de Pw omdat het rendement volledig afhankelijk is van de teruggave van dividendbelasting. Als die teruggave wordt geweigerd — omdat een substantieel deel van de opbrengst naar andere partijen dan de deelnemers gaat die zelf geen aanspraak kunnen maken op teruggave van dividendbelasting — zijn de transacties verliesgevend, welk risico bij de deelnemers ligt. Dit risico is reëel, zoals ook blijkt uit de uitspraak van de rechtbank Noord-Holland van 25 juni 2014 (ECLI:NL:RBNHO:2014:5669), inzake een geschil tussen GSFS en de Nederlandse belastingdienst. Het gerechtshof Amsterdam heeft deze uitspraak bij uitspraak van 18 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3142, bevestigd.

## 5.4

Ten aanzien van het gebruik van derivaten betoogt DNB dat derivaten inderdaad als beleggingsinstrument mogen worden gebruikt, maar alleen ter ondersteuning van het beleggingsbeleid of ter afdekking van risico's. Daarvan was in dit geval geen sprake: de kern van de beleggingsstrategie was immers dat derivaten werden verkocht om grote (aantallen) aandelentransacties te kunnen financieren, die met het pensioenvermogen niet konden worden gefinancierd. Dat past niet in artikel 13, vierde lid, van het Besluit FTK, aldus DNB.

5.5

Blijkens de wetsgeschiedenis van artikel 135, eerste lid, aanhef en onder a. van de Pw vereist de 'prudent-person' regel dat de waarden op zodanige wijze worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Tevens dienen de waarden uitsluitend te worden belegd in het belang van de aanspraak- en de pensioengerechtigden (TK, 2005-2006, 30 413, nr. 3, p. 258).

5.6

Zoals het College onder 4.11 heeft vastgesteld, kwam het merendeel van het rendement dat in de jaren 2011 en 2012 werd behaald met de namens GSFS uitgevoerde beleggingsactiviteiten ten goede aan anderen dan de pensioendeelnemers, namelijk aan GSFS AM en haar zusteronderneming GSA. Reeds aan de hand van die omstandigheid kan worden vastgesteld dat sprake is van schending van artikel 135, eerste lid, aanhef en onder a. van de Pw, aangezien de waarden niet uitsluitend werden belegd in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden, maar mede (zelfs grotendeels) in het belang van GSFS AM en GSA. Voorts heeft de door GSFS gekozen beleggingsstrategie tot gevolg dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille niet kunnen worden gewaarborgd. Zoals DNB terecht betoogt, zijn er grote fiscale risico's verbonden aan de wijze van beleggen van GSFS. De door GSFS gevolgde beleggingsstrategie is alleen winstgevend als gevolg van haar bijzondere fiscale status als pensioenfonds. Wordt deze status aan haar onttrokken, dan leidt dit tot aanzienlijke verliezen doordat de belastingteruggave wordt geweigerd of — al dan niet in combinatie met een boete — wordt teruggevorderd. Uit hetgeen DNB ter zitting bij het College heeft toegelicht, blijkt dat deze risico's zich inmiddels hebben verwezenlijkt. Niet alleen is er een geschil met de Nederlandse belastingdienst, maar ook buitenlandse belastingdiensten hebben vorderingen ingediend bij GSFS in verband met het — naar hun oordeel — onterechte gebruik van fiscale vrijstellingen. Het een en ander heeft inmiddels geresulteerd in een negatief eigen vermogen en een dekkingsgraad van -590%.

5.7

Ook is het College met de rechtbank van oordeel dat GSFS artikel 135 van de Pw heeft overtreden als gevolg van de wijze waarop zij gebruik heeft gemaakt van derivaten. Zoals blijkt uit artikel 13, vierde lid, van het Besluit FTK, zijn beleggingen in derivaten enkel toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Het gebruik van derivaten door GSFS ging veel verder dan hetgeen noodzakelijk is voor risicobeheer, aangezien het schrijven van derivaten werd ingezet als centrale component van haar beleggingsstrategie: zij vormden het financieringsinstrument voor de aankoop van de voor de arbitrage-activiteiten benodigde grote volumes aandelen.

Het betoog van GSFS slaagt niet.

### **De rechtmatigheid van de aanwijzing**

#### **Standpunt GSFS**

6.1

GSFS betoogt dat de aanwijzing in strijd is met het gelijkheidsbeginsel, het legaliteitsbeginsel en het vertrouwensbeginsel. Volgens de aanwijzing mag GSFS in het geheel geen arbitragestrategieën hanteren, terwijl andere pensioenfondsen dit wel mogen omdat zij het 'een beetje' doen. Dit is in strijd met het gelijkheidsbeginsel, en toont voorts aan dat de aanwijzing niet evenredig is. Zou DNB arbitrage al mogen verbieden, dan had zij moeten aangeven welk percentage arbitrage wel is toegestaan. In welke mate arbitrage is toegestaan, blijft onduidelijk na de uitspraak van de rechtbank. Ook is het oordeel van de rechtbank in strijd met het legaliteitsbeginsel, aangezien er geen wettelijke basis is voor de visie van DNB dat er verboden beleggingen zouden bestaan. Ten slotte overweegt de rechtbank ten onrechte dat DNB niet in strijd met het vertrouwensbeginsel zou hebben gehandeld. Reeds in de Actuariële en Bedrijfstechnische Nota (ABTN) van GSFS van 1 maart 2009, die DNB heeft goedgekeurd, heeft GSFS haar arbitragestrategie duidelijk uitgelegd en zelfs met voorbeelden inzichtelijk gemaakt. DNB wist in 2009 precies welke activiteiten GSFS AM zou verrichten namens GSFS.

#### Standpunt DNB

#### 6.2

Volgens DNB heeft de rechtbank niet overwogen dat pensioenfondsen alleen 'een beetje' arbitragestrategieën zouden mogen toepassen. De rechtbank heeft overwogen dat een beleggingsstrategie die neerkomt op het gebruik van derivaten louter en alleen om aandelentransacties te financieren die niet met het pensioenvermogen kunnen worden gefinancierd, niet in overeenstemming is met artikel 135 van de Pw. De rechtbank heeft ook overwogen dat het fonds met zijn activiteiten niet uitsluitend heeft gehandeld in het belang van de deelnemers, door de opbrengsten voor het overgrote deel te delen met gelieerde marktpartijen in plaats van deze ten goede te laten komen aan de deelnemers. DNB weersprekt dat beleggingen ofwel verboden zijn, ofwel zijn toegestaan. Zoals blijkt uit artikel 13, vierde lid van het Besluit FTK is het gebruik van derivaten tot op zekere hoogte en met een specifiek doel toegestaan, maar niet onbeperkt.

#### 6.3

Voorts betoogt DNB dat GSFS het oordeel van de rechtbank dat geen sprake is van gelijke gevallen, niet concreet betwist. Zoals DNB in eerste aanleg heeft betoogd, hanteren de pensioenfondsen waarmee GSFS een vergelijking maakt derivaten op een geheel andere manier dan GSFS, namelijk ter afdekking van rente- en valutarisico's. Er zijn voorts geen in Nederland gevestigde pensioenfondsen die uitsluitend of nagenoeg uitsluitend dividendarbitrage verrichten als beleggingsactiviteit. Ook een beroep op het vertrouwensbeginsel kan niet opgaan, aangezien zelfs als DNB eerder op de hoogte kon zijn van de activiteiten van GSFS, dit niet betekent dat zij later niet meer tegen overtredingen van de Pensioenwet mocht optreden. Ook overigens kan het betoog van GSFS niet worden gevolgd, aangezien DNB reeds in 2009 vragen heeft gesteld over het beleggingsbeleid en de opzet van GSFS, en zij vervolgens na ontvangst van de conceptjaarrekening 2010, in juni 2011, onderzoek is gaan doen naar aanleiding van een aanzienlijke lening in die jaarrekening. Anders dan GSFS betoogt, blijkt uit de ABTN niet hoe in de praktijk werd gehandeld en in welke verhoudingen. Daarbij wijst DNB erop dat de ABTN ook andere beleggingsvormen vermeldt. Pas uit het jaarverslag over 2010 bleek wat het fonds feitelijk deed, waarop DNB actie heeft ondernomen. GSFS kan aan de houding van DNB niet het vertrouwen

hebben ontleend dat DNB de strategie en activiteiten onderschreef, of daarin geen overtreding van de Pensioenwet onderkende.

#### **Beoordeling door het College**

##### **6.4.**

Het College volgt de rechtbank in haar oordeel dat de overtredingen door GSFS van de artikelen 116 en 135 van de Pw en artikel 13 van het Besluit FTK reeds grondslag bieden voor het geven van de aanwijzing. Daarom bestaat geen belang meer bij bespreking van de beroepsgronden die GSFS heeft aangevoerd tegen de eveneens verweten overtredingen van de artikelen 136 en 143 van de Pw en artikel 14 van het Besluit FTK.

##### **6.5**

Anders dan GSFS betoogt, strekt de aanwijzing niet tot een algeheel verbod op arbitrage-activiteiten. Derhalve mist het betoog van GSFS ten aanzien van het evenredigheidsbeginsel en het legaliteitsbeginsel feitelijke grondslag. Zoals het College reeds onder 4.13 heeft geoordeeld, is van strijd met het gelijkheidsbeginsel geen sprake. Het vertrouwensbeginsel, ten slotte, is evenmin door DNB geschonden. Anders dan GSFS betoogt, kan de in de praktijk door GSFS toegepaste beleggingsstrategie niet uit de ABTN worden afgeleid. DNB betoogt terecht dat GSFS aan de houding van DNB niet het vertrouwen kan hebben ontleend dat DNB de strategie en activiteiten onderschreef, of er geen overtreding van de Pensioenwet in onderkende.

Ook dit betoog van GSFS slaagt niet.

#### **De brief van DNB van 3 maart 2014**

##### **Standpunt GSFS**

##### **7.1**

De rechtbank heeft volgens GSFS ten onrechte geoordeeld dat de brief van DNB van 3 maart 2014 geen nieuwe aanwijzingen bevat. Anders dan de rechtbank heeft overwogen, bevat de brief verdergaande eisen dan neergelegd in het primaire besluit. Zo vereist de brief onder andere dat GSFS alleen longput aandelenopties mag innemen; een eis die aan andere pensioenfondsen niet wordt opgelegd. In de aanwijzing stond niet dat GSFS geen short aandelenopties zou mogen innemen. Dit is een veel verderstreckende eis dan alleen de aanwijzing dat GSFS haar beleggingsbeleid niet mag uitbesteden aan GSFS AM. Ook mag GSFS volgens de brief geen gebruikmaken van leverage, iets dat ieder ander pensioenfonds wel mag. DNB heeft derhalve wel degelijk — en ten onrechte — een nadere aanwijzing opgelegd.

##### **Standpunt DNB**

##### **7.2**

Volgens DNB is de brief van 3 maart 2014 niet verderstreckend dan het primaire besluit. De aanwijzing heeft verschillende onderdelen en heeft betrekking op meer dan alleen het uitbesteden van het beleggingsbeleid aan GSFS AM. De in het primaire besluit aangegeven gedragslijn bestaat uit vijf



onderdelen. Het eerste onderdeel strekt ertoe dat alle nevenactiviteiten worden beëindigd die niet in overeenstemming zijn met de activiteiten in verband met pensioen. In dit verband moet in elk geval de samenwerkings- en winstdelingsovereenkomst met GSFS AM worden beëindigd. Het tweede onderdeel houdt in dat de feitelijke beleggingen van het fonds worden beperkt tot het beleggen van de premiereserve en dat alle overige long en short posities worden beëindigd. Het derde onderdeel strekt ertoe dat het strategisch beleggingsbeleid wordt aangepast ter voldoening aan de 'prudent-person' regel.

#### **Beoordeling door het College**

#### **7.3**

De door GSFS in haar hogerberoepschrift aangehaalde passages uit de brief van 3 maart 2014 hebben betrekking op het gebruik van derivaten, en betreffen een vervolg op de aanwijzing ten aanzien van de door DNB vastgestelde overtreding van artikel 135 van de Pw. In de brief doet DNB mededelingen omtrent de vorderingen die door GSFS zijn gemaakt bij het naleven van de aanwijzing, en geeft zij haar visie ten aanzien van het (toekomstige) gebruik van derivaten door GSFS. Zoals blijkt uit het slot van de brief, kan de wijze waarop GSFS opvolging geeft aan hetgeen in de brief is gesteld aanleiding geven tot het geven van een nieuwe aanwijzing of het opleggen van een andere formele maatregel. Gelet op het voorgaande is niet sprake van een nadere aanwijzing, maar van een — niet op rechtsgevolg gerichte — aankondiging van een mogelijk nieuw besluit, mede afhankelijk van het handelen van GSFS. De brief kan derhalve niet worden aangemerkt als een besluit als bedoeld in artikel 1:3, eerste lid, van de Awb. Evenmin kan de brief worden beschouwd als een — wat betreft de mogelijkheid van bezwaar en beroep — met een besluit gelijk te stellen bestuurlijk rechtsoordeel, aangezien het naar het oordeel van het College niet onevenredig bezwarend is voor GSFS om een eventueel geschil over het gebruik van derivaten via een beroepsprocedure over een daadwerkelijk besluit aan de orde te stellen. Het betoog van GSFS slaagt niet.

#### **Conclusie**

#### **8.**

Het vorenstaande leidt tot de slotsom dat het hoger beroep ongegrond is en dat de aangevallen uitspraak dient te worden bevestigd.

#### **9.**

Voor een proceskostenveroordeling bestaat geen aanleiding.

#### **Beslissing**

Het College bevestigt de aangevallen uitspraak.

## **Noot**

**Auteur:** W.P.M. Thijssen

## Aanleiding en voorgeschiedenis

1.

Deze zaak is het hoger beroep van Rb. Rotterdam 16 februari 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:940, *PJ* 2015/53 met aant. I.R.W. Witte. Naast deze bestuursrechtelijke procedure omtrent de aanwijzing van DNB dat dividendarbitrage door een pensioenfonds een verboden nevenactiviteit en strijdig met de 'prudent person' regel is, die met deze zaak in hoogste ressort eindigde, eindigde een fiscale procedure omtrent terugvordering van ten onrechte teruggevraagde dividendbelasting voor het pensioenfonds negatief in hoogste ressort (zie Rb. Noord-Holland 25 juni 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:5669, *PJ* 2014/156, Gerechtshof Amsterdam 18 juni 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:3142, tekst niet opgenomen op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl) en HR 23 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2122) en strandde ook een procedure omtrent schadeverhaal op DNB (zie Rb. Amsterdam 28 januari 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:276, *PJ* 2015/52 met aant. I.R.W. Witte bij *PJ* 2015/53 en Hof Amsterdam 21 juni 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:2389, *PJ* 2016/123).

2.

Het betrof in deze door mij geannoteerde procedure een pensioenfonds verbonden aan een financiële instelling in de zin van de Wft die zich richt op dividendarbitrage (het aankopen van aandelen of opties op aandelen rond de dividenddatum met het oog op die dividenduitkering en het realiseren van de eventuele koersstijgingen; zie de omschrijving in overweging 1.2 van de uitspraak van de rechtbank). Het pensioenfonds voerde een premieovereenkomst uit. De (gewezen) deelnemers hadden de verantwoordelijkheid voor de beleggingen overgenomen. De beleggingen bestonden uit aandelen en opties op aandelen aangekocht in het kader van dividendarbitrage. Het vermogen van het pensioenfonds bestond niet alleen uit de pensioenbeleggingen voor de (gewezen) deelnemers, maar ook uit leningen (mede omvattend derivaten, zoals opties op aandelen) verstrekt door de aangesloten werkgever. Met die leningen was soms een veelvoud van de pensioenbeleggingen gemoeid. Het belegde vermogen van het pensioenfonds bedroeg volgens overweging 1.4 soms wel 800 maal de pensioenbeleggingen. Op die wijze werd beleggingsrendement gecreëerd bestaande uit door het pensioenfonds terugontvangen dividendbelasting die als voorheffing op de dividenduitkering werd ingehouden. Het pensioenfonds kon deze ingehouden dividendbelasting terugontvangen gezien de fiscale vrijstelling voor pensioenfondsen. Ingevolge een samenwerkingsovereenkomst met de aangesloten werkgever (feitelijk een overeenkomst op grond waarvan het vermogensbeheer door het pensioenfonds aan de aangesloten werkgever werd uitbesteed) ontving de aangesloten werkgever de terugontvangen dividendbelasting op het gedeelte van het vermogen van het pensioenfonds dat niet uit pensioenvermogen, maar uit leningen van de werkgever bestond. Deze zou niet zijn ontvangen indien de werkgever het dividend zelf zou hebben ontvangen, omdat de werkgever niet de fiscale vrijstelling genoot die voor het pensioenfonds gold.

### De fiscale procedure

3.

De fiscus accepteerde de constructie niet in die zin, dat het pensioenfonds onder de

vennootschapsbelasting werd gebracht. Het bezwaar en uiteindelijk het beroep bij de rechtbank tegen de opgelegde aanslag vennootschapsbelasting faalde (Rb. Noord-Holland 25 juni 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:5669, *PJ* 2014/156). Illustratief is de weergave van de commerciële balans van het pensioenfonds over 2010 in overweging 2.38 van de uitspraak. Daar blijkt dat ultimo 2010 met de voorziening pensioenverplichting € 1.202.033 was gemoeid en met de leningen van de werkgever € 105.579.432.

## De aanwijzing van DNB

4.

Ook DNB accepteerde deze aanvankelijk zowel voor de (gewezen) deelnemers als de aangesloten werkgever gunstig uitpakkende opzet niet. DNB had in het kader van bestuursdwang op de voet van art. 171 lid 1 PW het pensioenfonds door middel van een aanwijzing verplicht om:

- Het beleggingsbeleid te wijzigen omdat de pensioenbeleggingen in strijd zouden zijn met de prudent person regel van art. 135 PW via de verwijzing naar die regel in art. 52 PW, en wat de belegging van het overige vermogen betreft direct in strijd zou zijn met de prudent person regel zoals opgenomen in art. 135 PW en het beleggingsbeleid bovendien in strijd zou zijn met de verplichting die ingevolge art. 142 PW strekt tot een beheerste en integere bedrijfsvoering;
- De samenwerkingsovereenkomst te beëindigen omdat de daaruit voortvloeiende leningen van het Pensioenfonds verboden waren op grond van art. 136 PW;
- De in het licht van art. 116 PW als verboden nevenactiviteit aangemerkte belegging van geleend vermogen te staken;
- De actuariële en bedrijfstechnische nota van het pensioenfonds in lijn van de opgelegde aanpassingen te wijzigen;
- Een rapportage over te leggen waaruit zou moeten blijken dat aan de bij de aanwijzing opgelegde verplichtingen zou zijn voldaan.

5.

Zowel de rechtbank als het CBB verklaarden het beroep tegen deze aanwijzing ongegrond. Witte ging in zijn annotatie van de uitspraak van de rechtbank (*PJ* 2015/53) in op de sedert 1 juli 2012 geldende aansprakelijkheidsbeperking van DNB en de prudent person regel. Ik loop de diverse gronden waarop de aanwijzing berustte na en ga ook nog in op de vraag of DNB een rechtsmiddel openstond in verband met de vraag of het pensioenfonds als zodanig kwalificeerde en op een procesrechtelijk aspect.

## De prudent person regel

6.

Het CBB oordeelde dat van schending van de prudent person regel sprake was omdat in strijd met art. 135 lid 1 aanhef en onder a PW niet uitsluitend werd belegd in het belang van de aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden. Dat is wel de eis, aldus Hoekert, T&C Pensioenrecht, art. 135 PW aant. 1 onder b. Er zou '*mede (zelfs grotendeels)*' in het belang van de aangesloten werkgever zijn belegd. Verder zouden de risico's te groot zijn. Zie overweging 5.6. Uit overweging 5.7 volgt waarom het pensioenfonds niet op de wijze waarop het dat deed gebruik mocht maken van derivaten. De vraag rijst of uit art. 135 lid 1 aanhef en onder a PW volgt dat beleggingen niet '*mede (zelfs grotendeels)*' ten faveure van anderen dan de aanspraakgerechtigden en

pensioengerechtigden zouden mogen uitpakken, indien de beleggingen op zichzelf voldoen aan de eis dat deze in het belang van de aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden uitpakken. Hoekert, T&C Pensioenrecht, art. 135 aant. 1 onder b PW stelt dat niet op het belang van de werkgever dient te worden gelet. Maar dat betekent strikt genomen niet dat de beleggingen niet óók voor de werkgever gunstig zouden mogen uitpakken indien in het belang van de aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden wordt belegd. De pijn zat hem in het risicoprofiel: dividendarbitrage voldoet óók voor in dividendarbitrage gespecialiseerde (gewezen) deelnemers niet aan een verantwoord risicoprofiel.

7.

Witte signaleerde ten aanzien van de prudent person regel dat de (gewezen) deelnemers aan het pensioenfonds de verantwoordelijkheid voor de belegging van de aan hen toe te rekenen pensioengelden volledig hadden overgenomen conform art. 52, lid 2 PW en stelde en beantwoordde de vraag of aan de prudent person regel onder die omstandigheden nog wel materiële betekenis toekomt. Witte stelde dat ook in de situatie waarin de (gewezen) deelnemers aan een pensioenfonds de verantwoordelijkheid voor de belegging van de aan hen toe te rekenen pensioengelden volledig hebben overgenomen aan de prudent person regel nog betekenis toekomt omdat op het pensioenfonds de verantwoordelijkheid blijft rusten dat de op basis van de pensioenovereenkomst toegekende pensioenaanspraken, die door het pensioenfonds worden uitgevoerd, zullen kunnen worden nagekomen. Het hangt volgens Witte van de specifieke omstandigheden van het pensioenfonds af, hoe groot die ruimte is. Ik kan mij vinden in dat betoog en zou het nader willen onderbouwen door er op te wijzen dat uiteindelijk het pensioenfondsbestuur op de voet van art. 2:291 lid 1 BW verantwoordelijk is voor het besturen van het pensioenfonds. Specifiek voor pensioenfondsen is die norm nader ingevuld in art. 105 lid 2 PW (de norm die, verkort weergegeven, inhoudt dat het bestuur bij het beleid de norm van 'evenwichtige belangenbehartiging' in acht moet nemen; zie daarover zeer uitvoerig en gedetailleerd ook Witte, *Evenwichtige vertegenwoordiging, Enige opmerkingen over art. 105 lid 2 PW naar aanleiding van Rb. Rotterdam 26 november 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:8665, PJ 2016/5 (Bpf Slagers/DNB), Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2016/5*). Omdat toegespitst op het pensioenfonds dat de aanwijzing kreeg de (gewezen) deelnemers zelf specifiek deskundig waren op het terrein van dividendarbitrage, had ik mij kunnen voorstellen dat de balans in elk geval op het punt van toepassing van art. 52 PW anders zou zijn uitgevallen: deze groep (gewezen) deelnemers had het waarschijnlijk ook wel zonder de paternalistische bescherming van DNB kunnen stellen.

## Beheerste en integere bedrijfsvoering

8.

DNB stelde dat de bedrijfsvoering van het pensioenfonds niet beheerst en integer was in de zin van art. 143 PW vanwege de grote financiële risico's die het pensioenfonds nam door het vermogen van het pensioenfonds eenzijdig voor dividendarbitrage in te zetten. Daarmee zou kennelijk niet zijn voldaan aan de soliditeitsnorm van art. 143 lid 2 aanhef en onder c PW. Dit werd onderbouwd met feiten: omdat de Nederlandse belastingdienst en ook buitenlandse belastingdiensten vorderingen hadden ingesteld wegens onterecht gebruik van fiscale vrijstellingen, waren het eigen vermogen van het pensioenfonds en de dekkingsgraad negatief (zie overweging 5.6). Het CBB volgde DNB met een beroep op art. 135 PW. Art. 143 PW werd door het CBB niet expliciet genoemd (zie overweging 5.7).

9.

In dit verband wijs ik op HvJ EU 25 april 2013, nr. C-398/11, *PJ* 2013/113 met aant. E. Lutjens inzake Hogan waarin het hof oordeelde dat art. 8 Richtlijn 2008/94/EG van 22 oktober 2008, *Pb. EU L* 283, p. 36 (deze richtlijn betreft de bescherming van werknemers bij insolventie van de werkgever) inhoudt dat indien bij insolventie van een werkgever in een lidstaat de pensioenaanspraken van de werknemers voor minder 50% worden gerealiseerd, de lidstaat de richtlijn niet voldoende heeft geïmplementeerd. Dat zou dan tot aansprakelijkheid van de betreffende lidstaat kunnen leiden. Zie *Asser/Lutjens 7-XI* 2016/592. Gezien het feit dat het eigen vermogen en de dekkingsgraad van het pensioenfonds negatief waren (aldus overweging 5.6), zou deze bijzondere situatie zich wellicht kunnen voordoen bij insolventie van de aangesloten werkgever. Daartegen pleit dat sprake was van een premieovereenkomst waarbij de verantwoordelijkheid voor de beleggingen aan de (gewezen) deelnemers was overgedragen zodat geen sprake was van gegarandeerde pensioenaanspraken, maar hiervoor bleek al dat dit niet betekent dat het pensioenfonds geen enkele verantwoordelijkheid voor de beleggingen meer draagt. In vervolgjurisprudentie zou duidelijk moeten worden welke de betekenis van art. 8 van de hiervoor bedoelde richtlijn voor premieovereenkomsten is.

## Het verbod van nevenactiviteiten

10.

Over de door DNB gestelde overtreding van het verbod voor een pensioenfonds op nevenactiviteiten kan ik kort zijn, hoewel het CBB aan dit aspect van de zaak het meeste tekst wijdt in overweging 4. Omdat het beleggingsrendement voor verreweg het grootste gedeelte toekwam 'aan anderen dan de pensioendeelnemers', gedroeg het pensioenfonds zich niet als zodanig maar als ondernemer, zodat sprake was van verboden nevenactiviteiten (overweging 4.12). De vraag is of dit aspect van taakafbakening, waarvan de ratio goede uitvoering van de kerntaken van een pensioenfonds is (*Wirschell/Huijg*, T&C PW, art. 116 PW aant. 1.a), door DNB diende te worden gehandhaafd gegeven de bijzondere omstandigheden waarin het pensioenfonds verkeerde (de (gewezen) deelnemers waren zelf specialisten op het gebied van dividendarbitrage en wensten de constructie zelf, gegeven het feit dat zij aan de zijde van het pensioenfonds als partij in de procedure optraden). Dit lijkt om twee redenen toch het geval:

- het pensioenfonds behield ondanks het overdragen van de verantwoordelijkheid voor de beleggingen aan de (gewezen) deelnemers toch een zorgplicht ten aanzien van de risicobeheersing die het pensioenfonds niet nakwam;
- het pensioenfonds opereerde buiten de wettelijke beperkingen van de taakafbakening door de activiteiten niet tot de kerntaken van een pensioenfonds te beperken.

11.

Deze kerntaken zijn: algemene risicobeheersing en fondsbeheer, het uitvoeren van de administratie, het beleggen en beheren van het vermogen van het pensioenfonds en informatieverzorging (Rapport van de Commissie conglomeraatvorming pensioenfondsen van 27 oktober 2003, *Het pensioenfonds als taakorganisatie*, 'Schoenmaker, blijf bij je leest', p. 18-19).

12.

Men zou zich nog de vraag kunnen stellen of het pensioenfonds een verboden rechtspersoon als bedoeld in art. 2:20 BW was. Van een verboden rechtspersoon is sprake indien de werkzaamheden van de rechtspersoon strijdig zijn met de openbare orde. Het Openbaar Ministerie kan dan aan de rechtbank de verboden verklaring en ontbinding van de rechtspersoon verzoeken. De lat ligt hoog: van werkzaamheid in strijd met de openbare orde is sprake wanneer de rechtspersoon inbreuk maakt op de algemeen aanvaarde grondvesten van ons rechtsstelsel (*Asser/Maeijer & Kroeze 2-1\* 2015/391*). Strijd met dwingend recht lijkt niet zonder meer voldoende.

## Procesrechtelijk aspect

13.

Het CBB oordeelde dat de (gewezen) pensioendeelnemers zelf niet-ontvankelijk waren in hun beroep omdat hun belangen niet 'rechtstreeks' waren betrokken bij de aanwijzing van DNB. Zie art. 1:2 Awb. De eerste uitspraak waarop het CBB zich in overweging 3.3 beroept had betrekking op de aandeelhouders en houders van achtergestelde obligaties van een bank die een aanwijzing had gekregen van DNB. De tweede aangehaalde uitspraak zag op de buurman en de exploitant van een minicamping die mocht uitbreiden. Hoewel de (gewezen) deelnemers in deze zaak en de aangeduide partijen in de andere zaken wellicht een voldoende vermogensrechtelijk belang in de zin van art. 3:303 BW bij de kwesties die speelden hadden om in een civielrechtelijke procedure op te treden, betekent dit niet dat zij rechtstreeks bij een bestuursrechtelijk geschil tussen de overheid of een partij zoals DNB die bekleedt met overheidsbevoegdheden handelt zijn betrokken. Indien hun belangen door het handelen van de overheid of een met overheidsgezag beklede instantie worden geschaad, zouden zij een civielrechtelijke procedure tegen de Staat of de betreffende instantie moeten voeren. Zoals Witte al aangaf in zijn annotatie bij de uitspraak van de rechtbank in deze zaak, kan DNB niet (meer) aansprakelijk worden gesteld. Dit lag in de geruchtmakende 'goudzaak' nog anders (CBB 10 september 2013, ECLI:NL:CBB:2013:104, *PJ 2013/151* met aant. Redactie en CBB 26 april 2016, ECLI:NL:CBB:2016:93, *PJ 2016/98* met aant. R.H. Maatman in verband met de gestelde geleden schade).