

# Zorgplicht van pensioenfondsen onder de Wtp: lessons learned vanuit het financieeltoezichtrecht?

## Ondernemingsrecht 2024/37

Op 1 juli 2023 is de Wet toekomst pensioenen (Wtp) in werking getreden. Met het nieuwe pensioenstelsel komen de resultaten van de beleggingen, ongeacht het type premieovereenkomst, bij de deelnemers van het pensioenfonds te liggen. Daarmee lijkt een pensioenfonds met de invoering van het nieuwe pensioenstelsel op een beleggingsinstelling, zoals we die kennen in de Wet op het financieel toezicht. Wel een bijzondere beleggingsinstelling, bijvoorbeeld door de bijzondere toedelingenregels per leeftijdscohort. In dit kader introduceert de Wtp het risicopreferentieonderzoek: de pensioenuitvoerder moet zijn beleggingsbeleid en toedelingenregels baseren op de risicohouding van de deelnemers. Bij het vaststellen van de risicohouding moet onderscheid worden gemaakt naar leeftijdscohorten. Er zijn ook wel zekere gelijkenissen tussen een pensioenfonds en een beleggingsonderneming in het licht van een aantal nieuwe keuzemogelijkheden dat de Wtp voor deelnemers introduceert. Daartoe introduceert de Wtp onder meer de verplichting tot keuzebegeleiding: de pensioenuitvoerder moet een keuzeomgeving inrichten om de deelnemer in staat te stellen een passende keuze te maken.

In dit artikel vergelijkt Larissa Silverentand de zorgplicht uit hoofde van de Wtp met de zorgplichten die wij al meer dan dertig jaar op het gebied van het beschermen van beleggers bij beleggingsdienstverlening kennen, en de lessen die hieruit geleerd kunnen worden. Dat wil echter niet zeggen dat deze lessen louter positief zijn. Ondanks dertig jaar regels voor beleggersbescherming is het vertrouwen van niet-professionele beleggers in Europa (zeer) beperkt. Bij de vergelijking van de regels gaat zij onder meer in op de problemen van een information overload en de grote hoeveelheid informatie die op basis van de Pensioenwet verstrekt moet worden. Maar ook bijvoorbeeld op de (beperkte) financiële basiskennis van veel consumenten. Daarbij kijkt zij naar de voorstellen van de Europese Commissie in het kader van het Retail Investment Package en de oplossingen die de Europese Commissie voorstelt.

### 1. De Wtp en zorgplicht

#### 1.1 Introductie

Op 2 februari 2024 vond het IFR-jaarsymposium plaats met de titel “De Wet toekomst pensioenen en financieel recht:

een wisselwerking”. De organisatie had mij gevraagd om te spreken over “Reflexwerking van het financieel recht – waar gaat het pensioenrecht naartoe?” Dit artikel is een uitwerking van hetgeen ik op 2 februari heb besproken.

Al meer dan dertig jaar kennen wij Europese regelgeving voor het beschermen van beleggers bij beleggingsdienstverlening. De inwerkingtreding van de Wet toekomst pensioenen (“Wtp”) is dan ook een goed moment om te bezien welke lessen er mogelijk getrokken kunnen worden uit dertig jaar beleggingsbeschermingsregels bij beleggingsdienstverlening. Uiteraard is beleggingsdienstverlening niet (precies) hetzelfde als het verrichten van beleggingen uit hoofde van de premieovereenkomsten uit hoofde van de Wtp. Maar met de invoering van de Wtp komen, zoals hierna aangegeven, beleggingsrisico’s (meer expliciet) bij deelnemers te liggen en krijgen deelnemers onder omstandigheden meer keuzes. Daarmee zijn er zeker ook overeenkomsten met beleggingsdienstverlening en beleggingsinstellingen. Reden om hierna te kijken naar de mogelijke lessen.

#### 1.2 Wtp: doelstellingen

Op 1 juli 2023 is de Wtp in werking getreden. Vanaf deze datum is een transitiefase aangebroken, waarbij uiterlijk 1 januari 2028 de maatregelen uit de Wtp moeten worden geïmplementeerd. Zoals in de media ook veel besproken is, wordt met de Wtp het pensioenstelsel ingrijpend herzien.

In de memorie van toelichting bij de Wtp<sup>2</sup> is opgenomen dat de herziening van het pensioenstelsel drie doelstellingen kent:

1. eerder perspectief op een koopkrachtig pensioen;
2. een transparanter en meer persoonlijk pensioenstelsel;
3. betere aansluiting bij ontwikkelingen in de samenleving en op de arbeidsmarkt.

Met name de tweede doelstelling is relevant voor de inhoud van dit artikel. De wetgever geeft in de memorie van toelichting bij de Wtp aan dat mensen meer keuzes wensen te maken en dat het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte moet bieden voor individuele keuzemogelijkheden.<sup>3</sup> Daar zal ik straks nader op ingaan.

#### 1.3 Typen pensioenovereenkomsten

Met de inwerkingtreding van het nieuwe stelsel, blijft er nog slechts een type pensioenovereenkomst over: de premieovereenkomst.<sup>4</sup> Waar bij een uitkeringsovereenkomst

<sup>1</sup> Mr. L.J. (Larissa) Silverentand is advocaat te Amsterdam bij NautaDutilh.

<sup>2</sup> Kamerstukken II 2021/22, 36 067, nr. 3, p. 14, 15.

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2021/22, 36 067, nr. 3, p. 14.

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2021/22, 36 067, nr. 3, p. 15, artikel 10 lid 1 Pensioenwet.

(ook wel aangeduid als *defined benefit*) de hoogte van het pensioen op de pensioendatum in beginsel is vastgesteld, staat bij een premieovereenkomst (ook wel aangeduid als *defined contribution*) de premie, maar niet de hoogte van het pensioen vast.

In het nieuwe pensioenstelsel zijn er drie typen premieovereenkomsten mogelijk:<sup>5</sup>

#### 1. De *solidaire premieovereenkomst*

Bij de *solidaire premieovereenkomst* is er één collectief beleggingsbeleid, waarbij door de pensioenuitvoerder gerealiseerde financiële resultaten op basis van vooraf vastgestelde toedelingsregels worden verdeeld.<sup>6,7</sup> Bij deze overeenkomst kunnen de individuele deelnemers<sup>8</sup> geen keuzemogelijkheden uitoefenen.

#### 2. De *flexibele premieovereenkomst*

Bij de *flexibele premieovereenkomst* wordt de premie individueel belegd. Op de pensioendatum wordt voor iedere deelnemer het opgebouwde individuele pensioenkapitaal gebruikt voor de financiering van een levenslange pensioenuitkering.<sup>9,10</sup>

Bij deze overeenkomst zijn er bepaalde keuzemogelijkheden voor individuele deelnemers mogelijk. Zo kunnen deelnemers keuzevrijheid hebben met betrekking tot hun beleggingsprofielen.<sup>11</sup> Verder kan de deelnemer op zijn of haar pensioendatum kiezen voor een vaste of een variabele pensioenuitkering.<sup>12</sup> Hier zie je duidelijk de tweede doelstelling van de Wtp terugkomen, althans de doelstelling van een meer persoonlijk pensioenstelsel. Daarmee is er niet automatisch ook een transparanter pensioenstelsel. Sterker nog, meer keuzemogelijkheden kunnen juist tot minder transparantie leiden. Op de doelstelling van een transparanter pensioenstelsel ga ik hierna verder in.

#### 3. De *premie-uitkeringsovereenkomst*

De *premie-uitkeringsovereenkomst* wordt uitgevoerd door een verzekeraar of een premiepensioeninstelling. Ook bij de *premieovereenkomst* wordt de premie belegd tot de pensioendatum. Vanaf 15 jaar voor de AOW-gerechtigde leeftijd kan op verzoek van de deelnemer het opgebouwde individuele pensioenkapitaal aangewend worden om een (al dan niet gedeeltelijk) gegarandeerde vaste pensioenuitkering vanaf de pensioendatum, aan te kopen.<sup>13,14</sup>

#### 1.4 *Het pensioenfonds als beleggingsinstelling?*

Met het nieuwe pensioenstelsel komen de resultaten van de beleggingen, ongeacht het type premieovereenkomst, bij de deelnemers te liggen.

Daarmee lijkt een pensioenfonds met de invoering van het nieuwe pensioenstelsel op een beleggingsinstelling, zoals we die kennen in de Wet op het financieel toezicht. Een beleggingsinstelling is daarin gedefinieerd als een entiteit waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen.<sup>15,16</sup>

Het is echter wel een zeer bijzondere beleggingsinstelling.

Bij een pensioenfonds wordt er in het nieuwe stelsel in beginsel collectief belegd, maar wel met bijzondere toedelingsregels. De toedelingsregels moeten in ieder geval aansluiten bij de risicohouding per 'leeftijdscohort',<sup>17</sup> zoals de Wtp dat noemt, ook wel aangeduid als *lifecycle*-beleggen. Het uitgangspunt bij *lifecycle*-beleggen is dat het beleggingsrisico afneemt naarmate de pensioendatum nadert.<sup>18</sup> Voor ieder leeftijdscohort moet rekening worden gehouden met de duur van de periode tot aan de pensioendatum, waarbij het beleggingsrisico kleiner moet worden naarmate de pensioendatum nadert. Een leeftijdscohort heeft een maximale omvang van vijf geboortejaren.<sup>19</sup> Er kan worden uitgegaan van een groter aantal geboortejaren voor een leeftijdscohort als de uitvoerder op basis van het risicopreferentieonderzoek (zie hierna in paragraaf 1.6), de deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten onderbouwt dat dit in het belang is van de deelnemers is.

Nu vindt bij beleggingsinstellingen ook wel *lifecycle*-beleggen plaats, bijvoorbeeld via de introductie van subfondsen, maar deze voorgeschreven toedelingsregels maken het pensioenfonds wel een bijzondere beleggingsinstelling. Daarbij kan er daarnaast op basis van de nieuwe Pensioenwet tussen leeftijdscohorten wel een zekere mate van risicodeling plaatsvinden, waardoor de toedelingsregels worden doorkruist.<sup>20</sup>

Uiteraard zijn er meer verschillen tussen een pensioenfonds in het nieuwe stelsel en een beleggingsinstelling. Vanuit een zorgplichtperspectief is het belangrijkste ver-

5 Artikel 10 lid 2 Pensioenwet.

6 Artikel 1 Pensioenwet.

7 Artikel 10a Pensioenwet.

8 Waar hierna gesproken wordt over deelnemers, wordt bedoeld op alle personen die een pensioenaanspraak hebben (opbouwfase) of die pensioengerechtigd zijn (uitkeringsfase).

9 Artikel 1 Pensioenwet.

10 Artikel 10b Pensioenwet.

11 Artikel 52 lid 3 Pensioenwet.

12 Artikel 10a Pensioenwet.

13 Artikel 1 Pensioenwet.

14 Artikel 10a Pensioenwet.

15 Artikel 1:1 Wft.

16 Overigens heeft de Minister verschillende vragen beantwoord over de verschillen tussen een pensioenfonds onder de Wtp en een beleggingsfonds, zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II 2021/22*, 36 067, nr. 11, p. 36.

17 Zie artikel 10a lid 4 en 5 Pensioenwet voor de *solidaire* premiereregeling.

18 Artikel 14t lid 4 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

19 Artikel 14t lid 5 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

20 Bij de *solidaire* premiereregeling kan dit plaatsvinden via de solidariteitsreserve, bij de *flexibele* premiereregeling via de risicodelingsreserve.

schil misschien wel dat veel van de verplichtingen voor (de beheerder van) een beleggingsinstelling zien op het adequaat informeren van potentiële beleggers zodat zij voldoende informatie hebben om een onderbouwd besluit te kunnen nemen of zij willen investeren in de beleggingsinstelling.<sup>21</sup> Deelnemers hebben echter veelal weinig inspraak bij de keuze in welk pensioenfonds zij willen deelnemen. Dit komt doordat werkgevers veelal weinig keuzevrijheid hebben ten aanzien van het type pensioenregeling dat zij aanbieden, door bijvoorbeeld verplichte deelname in een bedrijfstakpensioenfonds of een verplichting op basis van een collectieve arbeidsovereenkomst. Daarnaast is er vrij weinig individuele inspraak voor deelnemers bij de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Op grond van de Wtp moeten de werkgevers/sociale partners een verzoek tot invaren doen, tenzij dit onevenredig ongunstig is voor een bepaalde groep deelnemers. Deelnemers hebben hierbij geen individuele inspraak of een individueel bezwaarrecht,<sup>22</sup> een onderwerp waarover ten tijde van het schrijven van dit artikel veel gesproken en geschreven wordt.

Maar zonder alle verschillen tussen een pensioenfonds en een beleggingsinstelling teniet te willen doen, zijn er ook de nodige overeenkomsten, nu het uitgangspunt van de Wtp is dat, ongeacht het type pensioenovereenkomst, de resultaten van de beleggingen bij de deelnemers liggen.

### 1.5 De keuzemogelijkheden voor een pensioenfonds

Met de doelstelling van een meer persoonlijk pensioenstelsel, zijn er ook zekere gelijkenissen tussen een pensioenfonds en een beleggingsonderneming in het licht van een aantal nieuwe keuzemogelijkheden dat de Wtp voor deelnemers introduceert.

Ook al vóór de Wtp zijn er de afgelopen tijd meer keuzemogelijkheden voor de deelnemers ingevoerd. Bijvoorbeeld de keuze om de ingangsdatum van het pensioen te vervroegen of uit te stellen<sup>23</sup> en de keuze om in plaats van partnerpensioen te kiezen voor een hoger pensioen.<sup>24</sup> Ook kende de Pensioenwet al vóór de Wtp de mogelijkheid voor een deelnemer bij een flexibele premieregeling of bij een premieuitkeringsovereenkomst om de verantwoordelijkheid voor de beleggingen gedurende de opbouwfase over te nemen.<sup>25</sup> De pensioenuitvoerder moet de deelnemer dan adviseren over de spreiding van de beleggingen. Ten behoeve van het advies moet de pensioenuitvoerder informatie inwinnen over de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid van de deelnemer of gewezen deelnemer, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het ad-

vies. Het advies moet, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede op deze informatie gebaseerd worden. Financieeltoezichtjuristen zullen deze formulering onmiddellijk herkennen als dezelfde formulering die momenteel bij beleggingsadvies wordt gebruikt in de Wft.<sup>26</sup>

Maar de Wtp introduceert extra keuzemogelijkheden. Zo kan de deelnemer bij een flexibele premieregeling kiezen uit een vaste of een variabele pensioenuitkering.<sup>27</sup> Indien het pensioenfonds dit aanbiedt, kan een deelnemer bij een flexibele premieregeling daarnaast een keuze in beleggingsprofielen hebben. Deelnemers kunnen dan kiezen voor beleggingsmixprofielen of beleggingsvrijheid met meer of juist minder risico. Dit doet sterk denken aan beslissingen die beleggers kunnen nemen bij bijvoorbeeld individueel vermogensbeheer (het beheren van een individueel vermogen als gedefinieerd in de Wft).

### 1.6 Wtp en zorgplicht

Deze keuzemogelijkheden roepen de vraag op welke zorgplicht het pensioenfonds in dit kader heeft.

De Pensioenwet kent geen algemene zorgplicht. De AFM heeft de wetgever verzocht om een dergelijke zorgplicht op te nemen,<sup>28</sup> maar dit is niet als zodanig in de Wtp opgenomen. Wel is in de Wtp een aantal specifieke normen opgenomen ter bescherming van deelnemers in dit kader.<sup>29</sup> Zo kent de Wtp verschillende voorschriften ten aanzien van de informatievoorziening aan deelnemers.

Een verdergaande verplichting staat in het artikel over keuzebegeleiding. In dit artikel is opgenomen dat de pensioenuitvoerder de deelnemer op een adequate wijze moet begeleiden bij het maken van een keuze binnen de pensioenovereenkomst. Daarbij moet de pensioenuitvoerder zorgen voor de inrichting van de keuzeomgeving en de deelnemer daarmee in staat stellen om een passende keuze te maken.<sup>30</sup> De AFM heeft in dit kader een leidraad gepubliceerd over deze keuzebegeleiding.<sup>31</sup>

Een ander belangrijk artikel in dit kader gaat over het risicopreferentieonderzoek.<sup>32</sup> In de Wtp is opgenomen dat de pensioenuitvoerder bij flexibele premieovereenkomsten en premie-uitkeringsovereenkomsten met beleggingsvrijheid zijn beleggingsbeleid en de toedelingsregels moet baseren op de risicohouding van de deelnemers. Bij het

21 Denk bijvoorbeeld aan het prospectus, of het PRIIPs Key Information Document.

22 Artikel 150l lid 5 Pensioenwet.

23 Artikel 62 lid 1 sub b Pensioenwet.

24 Artikel 60 lid 1 sub a Pensioenwet.

25 Artikel 52 Pensioenwet, artikel 14c Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

26 Artikel 4:23 Wft.

27 Artikel 10b lid 1 Pensioenwet, artikel 63b Pensioenwet.

28 Wetgevingsbrief 'Wijzigingen pensioenstelsel: invulling van zorgplicht een punt van aandacht bij nieuwe Pensioencontracten' d.d. 6 maart 2017.

29 Zie bijvoorbeeld ook R.H. Maatman, 'Pensioenfondsen en zorgplichten: uitdijen of indammen?', in: Busch e.a., *Zorgplicht in de financiële sector (O&R nr. 122)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 141-172 en M.E.J. Bracco Gartner, 'Veranderend karakter van pensioen leidt tot meer zorgplichten voor pensioenfondsen', *MvV* 2022-2.

30 Artikel 48a Pensioenwet.

31 Leidraad keuzebegeleiding d.d. 1 juli 2023.

32 Artikel 52b Pensioenwet.

vaststellen van de risicohouding moet in ieder geval onderscheid worden gemaakt naar leeftijdscohorten en moet per leeftijdscohort een risicohouding worden vastgesteld. Deze risicohouding moet door de pensioenuitvoerder vastgesteld en periodiek getoetst worden, waarbij gebruik moet worden gemaakt van onderzoek naar de risicopreferentie van de deelnemers. De pensioenuitvoerder moet daarna zijn beleggingsbeleid baseren op de risicohouding van de deelnemers.<sup>33</sup> De AFM heeft in dit kader de Leidraad risicopreferentieonderzoeken gepubliceerd.<sup>34</sup>

## 2. Stand van zaken beleggersbescherming

### 2.1 Lessons learned vanuit het financieeltoezichtrecht

Zoals uit het bovenstaande blijkt, lijkt een pensioenfonds met de invoering van de Wtp in bepaalde opzichten op een beleggingsinstelling. Ook zien we kenmerken die we kennen uit de beleggingsdienstverlening. Zoals in de inleiding aangegeven, kennen we al meer dan dertig jaar Europese regelgeving voor het beschermen van beleggers bij beleggingsdienstverlening.

Al in 1993, dertig jaar voordat het Retail Investment Package verscheen, verscheen een Europese richtlijn voor het beschermen van (retail)beleggers bij beleggingsdienstverlening: de Investment Services Directive, ook wel ISD genoemd.<sup>35</sup> Deze richtlijn ging uit van minimumharmonisatie en schreef op hoofdlijnen voor welke onderwerpen lidstaten zouden moeten reguleren. De richtlijn werd opgevolgd in 2004 door MiFID<sup>36,37</sup> die uitging van maximumharmonisatie en in veel meer detail verplichtingen bevatte ten aanzien van beleggersbescherming. En in 2014 door MiFID II.<sup>38</sup> Elke keer met wat meer gedetailleerde regels. Sinds 2014 kennen we daarnaast Europese regelgeving voor beleggingsinstellingen in de vorm van de AIFMD.<sup>39</sup>

Op 24 mei 2023 publiceerde de Europese Commissie het Retail Investment Package.<sup>40</sup> Het pakket bevat wijzigingen met

betrekking tot MiFID II, de UCITS-richtlijnen, de AIFMD, Solvency 2, de IDD (deze zijn allemaal gecombineerd in de vorm van een Omnibus-richtlijn) en wijzigingen met betrekking tot de PRIIPs-verordening. In de Impact Assessment bij dit pakket (de "Impact Assessment") analyseert de Europese Commissie de effectiviteit van de regels tot nu toe. Hierna bespreek ik een aantal interessante bevindingen.

### 2.2 Vertrouwen

Te beginnen met vrij slecht nieuws. Ondanks dertig jaar regels voor beleggersbescherming is volgens een onderzoek van Eurobarometer in Europa het vertrouwen van niet-professionele beleggers in de kapitaalmarkten beperkt. Slechts 38% van de consumenten geeft aan dat hij of zij erop vertrouwt dat beleggingsadvies dat hij of zij ontvangt van zijn of haar bank/verzekeraar/financiële adviseur primair in zijn of haar belang is.<sup>41</sup>

Volgens de Europese Commissie zijn er vier belangrijke problemen voor het beleggen door niet-professionele beleggers:<sup>42</sup>

1. Retailbeleggers hebben moeilijk toegang tot relevante, vergelijkbare en gemakkelijk te begrijpen informatie over beleggingsproducten om hen te helpen met kennis van zaken beleggingskeuzes te maken.
2. Retailbeleggers staan bloot aan een toenemend risico om op ongepaste wijze te worden beïnvloed door onrealistische marketinginformatie via digitale kanalen en door misleidende marketingpraktijken (bijvoorbeeld door *finfluencers*).
3. Er zijn tekortkomingen in de wijze waarop producten worden ontwikkeld en gedistribueerd, die verband houden met belangenconflicten die kunnen ontstaan als gevolg van de betaling van vergoedingen (*inducements*) tussen productaanbieders en distributeurs.
4. Sommige beleggingsproducten kennen ongerechtvaardigd hoge kosten en bieden de retailbelegger daarmee geen waar voor zijn of haar geld.

Niet al deze problemen zullen zich in gelijke mate (kunnen) voordoen bij een pensioenfonds, maar toch levert dit belangrijke aandachtspunten op bij (de transitie van) pensioenfondsen. Hieronder bespreek ik een aantal specifieke problemen die de Europese Commissie in dit kader aanstipt.

### 2.3 Information overload

ESMA heeft in het kader van beleggingsdienstverlening al meerdere malen gewezen op de risico's van een "information overload" waardoor de (potentiële) belegger zoveel informatie krijgt dat deze door de bomen het bos niet meer ziet en de belangrijke informatie over het hoofd

<sup>33</sup> Artikel 52b Pensioenwet.

<sup>34</sup> <https://www.afm.nl/~profmedia/files/wet-regelgeving/beleidsuitingen/leidraden/leidraad-risicopreferentieonderzoek.pdf>.

<sup>35</sup> Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *PbEG* L 141.

<sup>36</sup> Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijn 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PbEU* L 145.

<sup>37</sup> Hierna aangeduid als MiFID (I) om deze richtlijn te onderscheiden van MiFID II.

<sup>38</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *PbEU* L 173.

<sup>39</sup> Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

<sup>40</sup> Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richtlijnen (EU) 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU, 2014/65/EU en (EU) 2016/97 wat de Unieregels inzake de bescherming van retailbeleggers betreft, COM(2023) 279 final.

<sup>41</sup> *Eurobarometer survey monitoring the level of financial literacy in the EU*, 2023, p. 4, Impact Assessment.

<sup>42</sup> *Explanatory Memorandum bij het Retail Investment Package*, p. 1.

ziet.<sup>43, 44</sup> Meer informatie leidt niet altijd tot betere resultaten, sterker nog, kan er zelfs toe leiden dat juist minder informatie de beoogde ontvanger bereikt.

De Pensioenwet schrijft voor dat de informatie die de pensioenuitvoerder verstrekt of beschikbaar stelt correct, duidelijk en evenwichtig is.<sup>45</sup> Deze verplichting komt grotendeels overeen met de verplichting zoals opgenomen in artikel 4:19 Wft, zij het dat dit laatste artikel stelt dat informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn.

Verder schrijft de Pensioenwet voor dat persoonlijke informatie moet aansluiten bij de informatiebehoefte en kenmerken van de deelnemer.<sup>46</sup>

Dit zijn goede uitgangspunten, maar tegelijkertijd bevat de Pensioenwet een groot aantal informatieverplichtingen. En deze verplichtingen zijn alleen maar toegenomen in het Wtp, onder meer vanwege de toename van de keuzemogelijkheden in de Pensioenwet.

Bijvoorbeeld: op grond van artikel 38 Pensioenwet moet het pensioenfonds een (huidige) deelnemer jaarlijks onder meer informatie verstrekken over (a.) de verworven pensioenaanspraken; (b.) de waardeaan groei van pensioenaanspraken; (c.) voor zover van toepassing, informatie over toeslagverlening; (d.) voor zover van toepassing, informatie over vermindering van pensioenaanspraken en pensioenrechten; (e.) voor zover van toepassing, informatie over de solidariteitsreserve of risicodelingsreserve; (f.) informatie over de reglementaire pensioenleeftijd; (g.) een opgave van de reglementair te bereiken pensioenaanspraken, waarbij deze gegevens voor zover het ouderdomspensioen betreft, tevens weergegeven worden op basis van een pessimistisch scenario, een verwacht scenario en een optimistisch scenario, met de waarschuwing dat de projecties kunnen verschillen van de definitieve hoogte van de te ontvangen pensioenuitkeringen; (h.) informatie over de werkgeverspremie en werknemerspremie; (i.) informatie over garanties; (j.) informatie over het land waar het pensioen is ondergebracht en de toezichthouder waar het pensioen onder valt; (k.) voor zover van toepassing, informatie over de dekkinggraad naar Nederlandse maatstaf; (l.) informatie over de ingehouden kosten; (m.) de totaal ingelegde pensioenpremies die zijn ingelegd; (n.) de totaal behaalde beleggingsrendementen per deelnemer die zijn

behaald; en (o.) andere per algemene maatregel van bestuur bepaalde vereiste informatie. Wil een deelnemer niet vooral weten hoe hoog zijn pensioen zal zijn en daartoe de relevante informatie ontvangen? Is dan al deze informatie echt nodig?

En dit is niet de enige informatie die een pensioenfonds moet verstrekken. Zo gelden ook specifieke verplichtingen bij scheiding (artikel 41 en 42 Pensioenwet), bij pensioeningang (artikel 43 Pensioenwet), over de variabele uitkering (artikel 44a Pensioenwet) en nog vele andere verplichtingen.<sup>47</sup>

Het risico van information overload lijkt dan ook heel reëel bij de informatie die uit hoofde van de Pensioenwet moet worden verstrekt. En met de nieuwe keuzes in de Pensioenwet is dit een nog pregnanter onderwerp geworden.

#### 2.4 Financiële kennis

Daarnaast geeft de Europese Commissie aan dat de financiële (basis)kennis in de Europese Unie te beperkt is.<sup>48</sup> Uit de *OESO/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy*<sup>49</sup> blijkt dat consumenten gemiddeld slechts antwoord konden geven op ongeveer 60% van de vragen over basisconcepten. Slechts 23,6% van de consumenten kon het concept van rente en rente op rente uitleggen, een voor beleggen belangrijk concept.<sup>50</sup>

Dit zorgt ervoor dat een pensioenfonds heel veel correcte, duidelijke en evenwichtige informatie aan deelnemers kan verschaffen, maar dat dit nog steeds mogelijk niet het gewenste effect kan hebben. Voor beleggingsdienstverlening stelt de Europese Commissie voor dat lidstaten maatregelen moet bevorderen om de financiële kennis van consumenten te vergroten. In de Pensioenwet en met name ook in de leidraden van de AFM, zoals de Leidraad Keuzebegeleiding wordt de verplichting voor goede informatieverstarring bij het pensioenfonds neergelegd. Maar zonder de financiële basiskennis te verhogen, bijvoorbeeld door dit een plek te geven in het basis- en middelbare onderwijs, is het de vraag of dit het beoogde effect bereikt.

#### 2.5 Advies

Zoals hierboven in paragraaf 1.6 is opgenomen, bevat de Wtp een verplichting tot keuzebegeleiding. Het pensioenfonds moet de deelnemer op een adequate wijze begeleiden bij het maken van een keuze binnen de pensioenovereenkomst.<sup>51</sup> Hiermee lijkt een midden te worden gezocht tussen informeren en adviseren.<sup>52</sup> De Pensioenwet legt

43 Zie bijvoorbeeld ESMA, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, 22 april 2022, ESMA35-42-1227.

44 Zie ook onder meer p. 314 en 315 van het rapport met de titel *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*, Publications Office of the European Union, mei 2022 (gecorrigeerd in februari 2023) van de European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, D. Uličná, M. Vincze, M. Mosoreanu et al., <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d83364e5-ab55-11ed-b508-01aa75ed71a1/language-en/> (Retail investment study).

45 Artikel 48 lid 1 Pensioenwet.

46 Artikel 48 lid 2 Pensioenwet.

47 Zie ook Hoofdstuk 2 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

48 Zie bijvoorbeeld *Impact Assessment*, Annex 5.

49 <https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf>.

50 *OESO/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy*, p. 19.

51 Artikel 48a Pensioenwet.

52 *Kamerstukken II 2021/22*, 36 067, nr. 3, p. 130.

geen verplichting tot adviseren op,<sup>53</sup> maar vereist wel meer dan enkel informeren.

Het pensioenfonds moet ook zorgen voor de inrichting van de keuzeomgeving en de deelnemer daarmee in staat stellen om een passende keuze te maken.

De Wft kent deze variant van keuzebegeleiding niet. In de Wft wordt gesproken over informeren of adviseren.<sup>54</sup> Adviseren in de zin van de Wft komt met een aantal waarborgen. Een belangrijke waarborg is de geschiktheidstoets: indien een beleggingsonderneming beleggingsadvies verstrekt, moet zij op grond van in het belang van de cliënt informatie inwinnen over diens financiële positie, kennis en ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies.<sup>55</sup> De beleggingsonderneming moet er dan voor zorgen dat haar advies, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede is gebaseerd op de ingewonnen informatie.

Deze informatie hoeft het pensioenfonds in beginsel (behoudens het door de deelnemer overnemen van de verantwoordelijkheid van de beleggingen) niet in te winnen. Daarmee zal de keuzebegeleiding niet individueel zijn, maar eerder gericht op groepen van deelnemers. De Europese Commissie geeft aan dat uit onderzoek ook lijkt te volgen dat een groot deel van consumenten afhankelijk is van advies als het aankomt op beleggen.<sup>56</sup> Dit advies zal niet door het pensioenfonds worden verstrekt (tenzij het pensioenfonds hier zelf voor kiest), de deelnemer zal het hebben te doen met keuzebegeleiding. In het licht van de information-overloadproblematiek en de vaak beperkte financiële kennis is het de vraag of dit altijd tot een verstandige keuze van de deelnemer zal leiden. Dit is echter een bewuste keuze van de wetgever geweest.

Nog een laatste opmerking hierover. In haar *Advice on retail investor protection*<sup>57</sup> wijst ESMA op het fenomeen van 'anchoring bias' waardoor mensen te veel vertrouwen op de eerste informatie die ze ontvangen. In het verlengde hiervan wijst de Europese Commissie op de invloed van finfluencers. Als consumenten te maken krijgen met misleidende marketing, bijvoorbeeld door finfluencers, dan lopen zij meer kans dat zij een ongeschikte keuze maken, zelfs wanneer correcte informatie wordt verstrekt via voorgeschreven informatie. Ook de AFM heeft gewezen op het toenemende gebruik van finfluencers.<sup>58</sup> In dit licht valt het aan te bevelen dat pensioenfondsen ook kritisch kijken

naar informatie die derden over het pensioenfonds en de keuzes die de deelnemers hebben, ter beschikking stellen.

## 2.6 Value for money?

Een van de meest in het oog springende voorgestelde wijzigingen in het Retail Investment Package zijn de bepaling over "value for money". De Europese Commissie stelt dat een van de problemen voor retailbeleggers is dat sommige beleggingsproducten de retailbelegger niet altijd waar voor zijn of haar geld bieden (zie paragraaf 2.2 hierboven). In het Retail Investment Package stelt de Europese Commissie vergaande aanvullende verplichtingen in dit kader voor. Zo moeten aanbieders van financiële instrumenten die vallen onder de PRIIPs-verordening alle kosten en lasten in verband met het financiële instrument identificeren en beoordelen of deze kosten en lasten gerechtvaardigd en evenredig zijn, gelet op de kenmerken, doelstellingen en, indien relevant, de strategie van het financieel instrument en de prestaties ervan (dit wordt aangeduid als het "pricing process"). Onderdeel hiervan is dat de kosten en prestaties van het financiële instrument vergeleken moeten worden met de relevante benchmark, als een dergelijke benchmark beschikbaar is.<sup>59</sup> Wanneer een financieel instrument afwijkt van de relevante benchmark, dan moet de beleggingsonderneming aanvullende tests uitvoeren en nader beoordelen of de kosten en lasten niettemin gerechtvaardigd en evenredig zijn. Als niet kan worden aangetoond dat de kosten rechtvaardig en evenredig zijn, dan mag het financiële instrument niet door de beleggingsonderneming worden goedgekeurd. Het doel van deze voorgestelde regels is dat er betere value for money komt voor retailbeleggers. Nu bij pensioenfondsen slechts beperkte keuzemogelijkheden tussen pensioenfondsen zijn voor deelnemers (of werkgevers) (zie paragraaf 1.4 hierboven), lijkt vergelijkbaarheid van de prestaties minder nuttig dan bij beleggingsdienstverlening, maar de gedachte van vergelijkbaarheid van de kosten en prestaties bij beleggingen is ook een interessante gedachte voor pensioenfondsen.

## 3. Afsluiting

Met de inwerkingtreding van de Wtp verwordt een deelneming in een pensioenfonds meer tot een financieel product zoals een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of een vermogensbeheerproduct. Met het nieuwe pensioenstelsel komen de resultaten van de beleggingen, ongeacht het type premieovereenkomst, bij de deelnemers te liggen. Daarnaast kent de Pensioenwet verschillende keuzemogelijkheden voor deelnemers.

Zoals hierboven aangegeven, volgt uit de ervaringen in de beleggingsdienstverlening een aantal valkuilen of aandachtspunten, afhankelijk van hoe je ernaar kijkt. Information overload: te veel informatie verschaffen. Daarbij helpt het uiteraard niet dat de wet zelf al een vrij forse hoeveel-

53 Anders dan bij de specifieke verplichtingen die zijn opgenomen in de artikelen 47a, 47c, 52 en 52a Pensioenwet.

54 Zie ook de *AFM Interpretatie informeren en adviseren*, december 2021.

55 Artikel 4:23 lid 1 sub a Wft.

56 *Impact Assessment*, p. 4.

57 *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, 29 april 2022, ESMA35-42-1227, nummer 22.

58 *De valkuilen bij finfluencers*, december 2021.

59 Het voorgestelde artikel 16 bis MiFID.

heid informatie voorschrijft, maar het is voor pensioenfondsen goed om mee te nemen dat soms “less is more”.

Daarbij is het goed om in het achterhoofd te houden dat de financiële basiskennis van veel consumenten niet groot is. Daar ligt ook een duidelijke taak voor de overheid.

Tot slot een laatste gedachte naar aanleiding van het analyseren van de regels voor beleggingsdienstverlening: elke majeure wijziging van de regels voor beleggersbescherming leidt ongeveer tien jaar later weer tot nieuwe regelgeving. Omdat de wijzigingen niet of niet helemaal tot het beoogde resultaat lijken te leiden en in de volgende ronde van wijzigingen in de regelgeving weer aangepast worden. Of de regelgeving kan juist (mede) tot nieuwe problemen leiden, zoals de hierboven genoemde information overload. Wellicht spreken we daarmee over een tijdje over Wtp2 ...