

# Aansprakelijkheid van institutioneel vermogensbeheerders: de zaak OPG/State Street

Prof. mr. D. Busch

Rb. Amsterdam 23 december 2009, LJN: BK7407 (Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.)<sup>1</sup>

## 1 Inleiding

Rechterlijke uitspraken over aansprakelijkheid van institutioneel vermogensbeheerders zijn dun gezaaid. Niet alleen in Nederland maar ook in andere jurisdicties. Institutioneel vermogensbeheerders bedienen grote professionele klanten zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Vaak zijn deze vermogensbeheerders grote Engelse of Amerikaanse partijen voor wie een goede reputatie van het allergrootste belang is.<sup>2</sup> Negatieve publiciteit als gevolg van rechtszaken wordt daarom bij voorkeur vermeden. Naar verwachting de meeste geschillen worden buiten de openbaarheid geschikt zonder dat er een rechterlijke instantie aan te pas komt. Om het zekere voor het onzekere te nemen bedingen institutioneel vermogensbeheerders in de praktijk niet zelden dat geschillen worden beslecht door middel van arbitrage. De uitspraak wordt dan niet openbaar gemaakt als partijen dat niet willen. Niettemin komt men in de praktijk ook wel een forumkeuze voor de overheidsrechter tegen, al betreft het dan veelal een keuze voor een Engelse of Amerikaanse rechter (gecombineerd met een Engelse rechtskeuze of een keuze voor het recht van de staat New York), ook als de institutionele klant een Nederlands pensioenfonds of een Nederlandse verzekeraar is. En als het in voorkomend geval onvermijdelijk is ten overstaan van de overheidsrechter te procederen, dan wordt de zaak soms alsnog geschikt voordat de rechter uitspraak doet.<sup>3</sup> In de zaak tussen *Stichting Pensioenfonds OPG* en *State Street Global*

*Advisors Ltd.* die in deze annotatie centraal staat, was dat allemaal anders. Partijen hadden een forumkeuze gedaan voor de rechtbank Amsterdam, gecombineerd met een rechtskeuze voor Nederlands recht. Partijen slaagden er aanvankelijk niet in de zaak te schikken. Pas toen de rechtbank Amsterdam vonnis had gewezen zijn de procederende partijen er alsnog in geslaagd voor een geheim bedrag tot een vergelijk te komen. De uitspraak verdient niet alleen bespreking, omdat er weinig rechterlijke uitspraken voorhanden zijn over aansprakelijkheid van institutioneel vermogensbeheerders. De uitspraak verdient eerst en vooral bespreking, omdat zij onmiskenbaar heeft bijgedragen aan een (al dan niet hernieuwde) *awareness* bij pensioenfondsen, vermogensbeheerders en de financiële toezichthouders op de pensioensector (de AFM en DNB) dat bij complexe beleggingsstructuren het risico bestaat op een uitholling van de eigendom van het pensioenvermogen.

## 2 De rol van vermogensbeheerders voor pensioenfondsen

Voordat we de feiten bekijken die in *OPG/State Street* centraal stonden, eerst iets over de rol die vermogensbeheerders in de praktijk vervullen bij het beheer van pensioenvermogens. Recent onderzoek wijst uit dat bijna 90% van de Nederlandse pensioenfondsen meer dan 30% van het vermogensbeheer heeft uitbesteed.<sup>4</sup> In de praktijk beschik-

<sup>1</sup> Deze zaak is eerder besproken door L.D. van Setten in *JOR* 2010/110. Volledigheidshalve zij vermeld dat uw annotator aan de zijde van OPG in zijn voormalige hoedanigheid van advocaat betrokken is geweest bij de procedure die geleid heeft tot de uitspraak die in deze annotatie centraal staat. *JOR*-annotator Van Setten is aan de zijde van State Street betrokken geweest bij de totstandkoming van de transactiedocumentatie die in de zaak centraal stond.

<sup>2</sup> Zie over institutioneel vermogensbeheer vanuit Engels perspectief: L.D. van Setten, *The Law of*

*Institutional Investment Management*, Oxford University Press, Oxford 2009 (hierna: Van Setten (2009)).

<sup>3</sup> Zie bijvoorbeeld de zaak die in 2001 voor de *High Court of Justice, Queen's Bench Division*, in Londen speelde tussen het Britse pensioenfonds van Unilever en vermogensbeheerder Merrill Lynch. Zie over deze zaak C.M. Grundmann-van de Krol, 'Aansprakelijkheid vermogensbeheerder voor slechte beleggingsresultaten', *AA* 04-2002, p. 233-237, AA20020233; L.D. van Setten, 'De aansprakelijkheid voor *underperformance* van

de vermogensbeheerder met een actief mandaat', in: J.M.M. Maeijer et al. (red.), *Een bewezen bestaansrecht. Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 395-407; dez. (2009) § 4.92.

<sup>4</sup> Zie J.M.G. Frijns, J.A. Nijssen, L.J.R. Scholtens, Rapport Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (Commissie-Frijns), *Pensioen: 'Onzekere zekerheid' – Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*, d.d. 19 januari 2010 (te downloaden via [www.rijks-overheid.nl](http://www.rijks-overheid.nl)) (hierna: Rapport Frijns (2010)), p. 44.

ken vermogensbeheerders op grond van de vermogensbeheerovereenkomst met het pensioenfonds over de bevoegdheid voor rekening van het pensioenfonds te beschikken over de financiële instrumenten en gelden van het pensioenfonds die via bankrekeningen bij de *custodian bank* op naam van het pensioenfonds worden aangehouden, een en ander binnen de grenzen van het strategisch beleggingsbeleid, het jaarlijkse beleggingsplan en de beleggingsrestricties zoals overeengekomen met het pensioenfonds. Meestal zal de vermogensbeheerder namens het pensioenfonds handelen krachtens volmacht, maar vormen van middelrijke vertegenwoordiging zijn ook denkbaar. In de praktijk werken pensioenfondsen vaak met meerdere, Nederlandse en/of buitenlandse (veelal Engelse of Amerikaanse) vermogensbeheerders, die ieder het beheer voeren over een deel van het pensioenvermogen. Soms heeft het pensioenfonds een zogenaamde fiduciair beheerder aangesteld die de coördinatie van de diverse ingeschakelde vermogensbeheerders op zich neemt. De fiduciair beheerder is meestal zelf ook vermogensbeheerder en zal veelal niet alleen de coördinatie verzorgen, maar ook een deel van het daadwerkelijke vermogensbeheer voor zijn rekening nemen.<sup>5</sup> Laten we na deze korte schets van de rol die vermogensbeheerders vervullen bij het beheer van het pensioenvermogen eens kijken naar de feiten die in de zaak *OPG/State Street* centraal stonden.

### 3 Feiten

#### 3.1 Investment Management Agreement

Op 26 juni 2003 sloot de Stichting Pensioenfonds OPG (OPG),<sup>6</sup> gevestigd te Utrecht, een vermogensbeheerovereenkomst (*investment management agreement*, IMA) met *State Street Global Advisors Ltd.* (SSGA), gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk. SSGA was en is gespecialiseerd in vermogensbeheer voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. De IMA werd beheerd door Nederlands recht en bevatte een forumkeuze voor de Nederlandse rechter. Op grond van de IMA voerde SSGA het beheer over een substantieel deel van het vermogen van OPG. De taakomschrijving van SSGA was opgenomen in artikel 2.1 van de IMA:

#### 2.1 Appointment, Effective Date and Services

With effect from the date hereof, [SSGA], on behalf and for the account of [OPG], shall manage the investment and re-investment of such Assets of [OPG] as may be agreed from time to time between [SSGA] and [OPG], including all income and capital deriving therefrom (the 'Portfolio') subject to and in accordance with the Investment Objectives.

Kortom, het vermogen dat OPG aan SSGA in beheer had gegeven, samen met het daarop te behalen rendement, moest door SSGA worden belegd en herbelegd conform de beleggingsdoelstellingen zoals die door partijen waren overeengekomen in de IMA.<sup>7</sup>

#### 3.2 Agreement of Trust

Bij het vermogensbeheer werd op aanraden van SSGA gewerkt met een trustconstructie.<sup>8</sup> Daarom heeft OPG naast de IMA die zij met SSGA sloot, een zogenaamde *Agreement of Trust* (AoT) gesloten met *State Street Bank and Trust Company* (SSBT), gevestigd te Boston, Massachusetts, Verenigde Staten. SSBT en SSGA behoren beide tot de *State Street* groep.<sup>9</sup> Door ondertekening van de AoT werd het beheerde vermogen ondergebracht in een speciaal voor OPG opgerichte *trust* beheerd door het recht van Massachusetts. Door deze trustconstructie ontstond een splitsing van eigendom. SSBT werd (in hoedanigheid van *trustee* van het beheerde vermogen) *legal owner* van het door SSGA beheerde vermogen, terwijl OPG *beneficial owner* werd van het door SSGA voor OPG beheerde vermogen. Omdat SSBT in hoedanigheid van *trustee* van het beheerde vermogen *legal owner* werd van het beheerde vermogen, vormde dit een afgescheiden vermogen ten opzichte van het vermogen dat SSBT in andere hoedanigheid onder zich had, bijvoorbeeld als *trustee* van een ander vermogen of voor zichzelf. De schuldeisers van SSBT konden zich door het afgescheiden karakter van het vermogen niet verhalen op het beheerde vermogen.<sup>10</sup> De schuldeisers van SSGA konden zich uiteraard evenmin op het beheerde vermogen verhalen. SSGA was immers op geen enkele wijze eigenaar van het beheerde vermogen (noch als *trustee*, noch uit anderen hoofde). Kortom, door gebruikmaking van een trustconstructie leek het risico van verlies van eigendom door een faillissement van SSGA of SSBT adequaat te zijn afgedekt.

#### 3.3 Common Trust Funds

Het in de *trust* ondergebrachte beheerde vermogen werd vervolgens belegd in deelnemingsrechten (*units*) in zogenaamde *Common Trust Funds* (CTFs), evenals de speciaal voor OPG opgerichte *trust* beheerd door het recht van Massachusetts. Zoals uit de benaming al blijkt, waren deze CTFs op hun beurt ook weer opgezet als *trusts*, zogenaamde *unit trusts*. CTFs zijn in functioneel opzicht enigszins vergelijkbaar met Nederlandse beleggingsfondsen, dat wil zeggen beleggingsinstellingen zonder rechtspersoonlijkheid, zoals Fondsen voor Gemene Rekening

5 Zie nader over fiduciair beheer A.M. van Nunen, *Fiduciair Management. Blauwdruk voor een goed bestuur van institutionele beleggers* (2<sup>e</sup> druk), 's-Hertogenbosch: Adr.Heinen Uitgevers 2008.

Dufas (voluit: *Dutch Fund and Asset Management Association*) heeft de zogenaamde Dufas Principles Fiduciair Beheer gepubliceerd. Daarnaast heeft Dufas (samen met een Nederlands advocatenkantoor) een Model Fiduciair Beheerovereenkomst plus toelichting opgesteld. Deze documenten zijn te downloaden via [www.dufas.nl](http://www.dufas.nl).

6 Het bedrijfspensioenfonds van Mediq N.V. en haar

Nederlandse dochterondernemingen. Mediq N.V. is een retail- en distributiebedrijf voor geneesmiddelen en medische middelen. OPG heeft ruim 4.000 deelnemers. Tot april 2009 heette Mediq N.V. OPG Groep N.V. Zie jaarverslag 2009, o.a. p. IV (te downloaden via [www.mediq.com](http://www.mediq.com)). Men heeft ervoor gekozen de naam van het pensioenfonds (vooralsnog) ongewijzigd te laten.

7 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.1-2.3.

8 Zie voetnoot 11, hierna.

9 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.3.

10 Met uitzondering van schuldeisers met een vordering op SSBT die voortvloeiend uit de uitvoering van taken door SSBT als *trustee* van de speciaal voor OPG opgerichte *trust*. Vgl. Van Setten in zijn annotatie nr. 2 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*).

(FGRs). De *trustee* voert het beheer over het vermogen van het CTF in het belang van de gezamenlijke *unit-holders* (investeerders, deelnemers) in het CTF. Bovendien fungeert de *trustee* als bewaarder en is hij uit dien hoofde *legal owner* van het vermogen van het CTF. De *unit-holders* in het CTF zijn *pro rata beneficial owners* van het belegde vermogen. Evenals op het niveau van de speciaal voor OPG opgerichte *trust*, zien wij dus ook op het niveau van de CTFs een splitsing van eigendom.<sup>11</sup>

### 3.4 Dubbelfunctie SSBT

De CTFs waarin OPG via de speciaal voor OPG opgerichte *trust* kon beleggen waren allen huisfondsen van *State Street*.<sup>12</sup> Hierdoor vervulde SSBT een dubbelfunctie. SSBT was niet alleen de *trustee* van de speciaal voor OPG opgerichte *trust*, maar trad ook op het niveau van het CTF op als *trustee*, te weten voor de gezamenlijke *unitholders* (waaronder OPG) in het betreffende CTF.

### 3.5 Resultaat truststructuren

De hierboven geschetste structuur, die erop neerkwam dat OPG via een speciaal ten behoeve van OPG opgerichte *trust* belegde in CTFs, waarborgde dat de schuldeisers van SSGA en SSBT (1) zich niet konden verhalen op het voor OPG beheerde vermogen (bestaande uit deelnemingsrechten in de CTFs) en (2) zich niet konden verhalen op de onderliggende beleggingen van de CTFs zelf.<sup>13</sup>

### 3.6 Eigendomsgarantie

Omdat het waarborgen van de eigendom van het pensioenvermogen van essentieel belang is (daaruit moeten immers de pensioenen worden betaald), heeft OPG aan SSGA een uitgebreide eigendomsgarantie gevraagd

en gekregen. De betreffende bepaling in de IMA luidde als volgt:

#### 11.1 Representations and Warranties

(...)

(b) [SSGA] hereby represents and warrants to [OPG] that:

(...)

(v) in case of bankruptcy, winding up, liquidation, suspension of payment or similar events on the side of [SSGA] or any of its Associates or any party to whom [SSGA] has delegated any or all of its functions under this Agreement or whom it has instructed under this Agreement, the Assets and the Portfolio will not be affected in any way by such event, will not be subject to recourse by any creditor of [SSGA], any of its Associates or any party to whom [SSGA] has delegated any or all of its functions under this Agreement or whom it has instructed under this Agreement, and only [OPG] will be entitled to the Assets and the Portfolio, with the exclusion of any other person.

Omdat OPG niet het risico wilde lopen dat de garanties en waarborgen in de IMA op enigerlei wijze ondergraven zouden worden door de AoT, werd in de IMA een bepaling 13.9 opgenomen waarin werd vastgelegd dat de AoT geen afbreuk zou kunnen doen aan de IMA. Die bepaling luidde als volgt:

#### 13.9 Appointment of State Street Bank and Trust Company under the terms of the AoT

[SSGA] represents and warrants that the entering into by [OPG] of the AoT does not supersede, alter or otherwise affect in any way the rights and obligations of [OPG] and the rights and obligations, as well as the representations and warranties, of [SSGA] (including the representations and warranties that [SSGA] has provided with respect to its Associates) under this Agreement.

In de bovenstaande bepalingen wordt met 'Associates' onder meer bedoeld op SSBT.<sup>14</sup>

11 Zie over dit alles ook Van Setten in zijn annotatie nr. 2 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfondsen OPG / State Street Global Advisors Ltd.*). Van Setten merkt in zijn annotatie nr. 1 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfondsen OPG / State Street Global Advisors Ltd.*) op dat de belegging in deze Amerikaanse CTFs de reden was dat het belegde vermogen van OPG op suggestie van SSGA werd ondergebracht in een specifiek voor OPG opgerichte *trust* naar het recht van Massachusetts. Aldus kon SSGA bij de aanbidding van de CTFs gebruik maken van een vrijstelling voor de aanbidding aan professionele beleggers onder de relevante Amerikaanse financiële toezichtregelgeving (de *Investment Companies Act 1940*). Zie nader over Nederlandse beleggingsfondsen zoals FGRs: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht* (Serie Onderneming en Recht 47, diss. Nijmegen), Kluwer, Deventer 2008.

12 Daarmee bedoel ik dat de CTFs waarin OPG via de speciaal voor OPG opgerichte *trust* kon beleggen, allemaal beheerd en bewaard werden door een groepsmaatschappij van SSGA, te weten SSBT. In algemene zin geldt dat de aanduiding 'huisfondsen' in de praktijk gebruikt wordt voor beleggingsinstellingen (of deze nu rechtspersoonlijkheid bezitten of niet) die beheerd worden door de betreffende vermogensbeheerder of diens groepsmaatschappijen. Met 'externe fondsen' wordt in de praktijk bedoeld op beleggingsinstellingen die

juist niet beheerd worden door de betreffende vermogensbeheerder of diens groepsmaatschappijen. Wanneer ik in het navolgende de termen 'huisfondsen' en 'externe fondsen' bezig, zal ik dat steeds doen in de zojuist bedoelde betekenis van deze begrippen. Interessant is in dit verband dat art. 166 Bgfo Wft bepaalt dat een vermogensbeheerder die tevens beheerder is van een instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe) met zetel in Nederland, in het kader van het beheer van een individueel vermogen de gelden van de cliënt niet geheel of gedeeltelijk mag beleggen in door hem beheerde beleggingsinstellingen zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de cliënt. Vgl. ook art. 12 lid 2, aanhef en sub (a) van de (nog niet van kracht zijnde) Europese *Alternative Investment Fund Manager Directive* (AIFMD; verwezen wordt naar de versie met kenmerk 15053/1/10 REV 1): 'Each AIFM the authorisation of which also covers [...] discretionary portfolio management [...] shall [...] not be permitted to invest all or part of the client's portfolio in units or shares of the [Alternative Investment Fund] it manages, unless it receives prior general approval from the client.'

13 Steeds met uitzondering van schuldeisers met een vordering op SSBT die voortvloeien uit de uitvoering van taken door SSBT als *trustee* van de speciaal voor OPG opgerichte *trust*, respectievelijk van de CTFs. Vgl. Van Setten in zijn annotatie nr. 2 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfondsen OPG / State Street Global Advisors Ltd.*).

14 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfondsen OPG / State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.3. Overigens zij vermeld dat OPG van SSBT in de AoT een vergelijkbare eigendomsgarantie had gevraagd en gekregen. Die luidde als volgt: 'ELEVENTH (...) (e) based on [SSBT]'s good faith analysis of applicable law as of the date of this Agreement, in case of bankruptcy, winding up, liquidation, suspension of payment or similar events affecting [SSBT] or any party to whom [SSBT] has delegated any or all of its functions hereunder, the trust property of [OPG] under this Trust will not be affected in any way by such event, will not be subject to recourse by any creditor of [SSBT] or any other party to whom [SSBT] has delegated any or all of its functions hereunder, and only [OPG] will be entitled to the property then held in trust, to the exclusion of any other party.' Deze bepaling was echter niet de inzet van de procedure voor de Rb. Amsterdam, die immers tegen SSGA was gericht en niet tegen SSBT. In de Verenigde Staten had OPG een parallelle procedure aangespannen tegen SSBT voor de *United States District Court of Massachusetts* (*Stichting Pensioenfondsen OPG v. State Street Bank and Trust Company*, Civil Action No. 09-10313-NMG). De rechter verklaarde zich in zijn vonnis van 10 november 2009 in verband met de nauwe verwevenheid met de Nederlandse procedure onbevoegd. Het vonnis is terug vinden op <http://pacermad.uscourts.gov/dc/cgi-bin/recentops.pl?filename=gorton/pdf/stichting%20mtd.pdf>.

### 3.7 Global Alpha Edge Common Trust Fund

In januari 2007 heeft SSGA aan OPG voorgesteld om ongeveer 66 miljoen euro (ruim een kwart van het balans-totaal van OPG) te beleggen in het zogenaamde *Global Alpha Edge Common Trust Fund* (hierna het Alpha Edge Fonds), een van de bovenbeschreven huisfondsen van *State Street* met een truststructuur. Het Alpha Edge Fonds kon niet alleen *long*-posities innemen, maar ook *short*-posities. Dat wil zeggen: het Alpha Edge Fonds kon niet alleen rendement genereren door financiële instrumenten te kopen en daardoor te speculeren op een koersstijging (*long* gaan), maar ook door financiële instrumenten te verkopen die zij nog niet bezat en daardoor te speculeren op een koersdaling (*short* gaan). OPG besloot te gaan beleggen in het Alpha Edge Fonds. In verband met de deelname van OPG in het Alpha Edge Fonds is op 21 mei 2007 in een door partijen getekende onderhandse akte het volgende vastgelegd:

**Amendment No. 4 to Contract relating to the provision of investment management services made between Stichting Pensioenfonds OPG (the ‘Customer’) and State Street Global Advisors Limited (the ‘Manager’) dated 26 June 2003 (the ‘IMA’)**

With effect from the 29 May 2007, Schedule I (headed: ‘Investment Objectives, Guidelines and Restrictions’) and Schedule III (headed: ‘fees’) as set out in the Exhibit to this amendment letter.

(...)

The provisions of the IMA shall, as amended hereby, continue in full force and effect.

(...)

Kortom, doordat OPG via de speciaal voor haar opgerichte *trust* ging beleggen in het Alpha Edge Fonds, werden de beleggingsdoelstellingen, de beleggingsrichtlijnen en de beleggingsrestricties, alsmede de beloning die SSGA ontving voor het vermogensbeheer, enigszins aangepast. De rest van de IMA bleef ongewijzigd van kracht, dat wil zeggen met inbegrip van de eigendomsgarantie van artikel 11.1 (b) (v).<sup>15</sup>

### 3.8 Faillissement van prime broker Lehman Brothers

In september 2008 bleek dat het Alpha Edge Fonds in grote problemen verkeerde doordat *Lehman Brothers International (Europe) Ltd.* (hierna: Lehman Brothers),

gevestigd te Londen, Verenigd Koninkrijk, op 15 september 2008 door de Engelse toezichthouder onderworpen werd aan een regeling vergelijkbaar met het Nederlandse faillissement (*administration*).<sup>16</sup> Dit vormde een groot probleem, omdat het Alpha Edge Fonds het hele belegde vermogen in handen van Lehman Brothers als *prime broker* had gesteld. Uit de *Customer Account Agreement Prime Brokerage* die op 7 mei 2007 met Lehman Brothers en andere entiteiten binnen de groep was afgesloten met het Alpha Edge Fonds, bleek dat Lehman Brothers vrijelijk kon beschikken over bezittingen van het Alpha Edge Fonds. In artikel 20 (a) stond het volgende te lezen:

(...)

you [(SSBT als *trustee* van) het Alpha Edge Fonds] hereby authorize Lehman Brothers to lend either to itself or to others any Assets, to convey therewith all attendant rights of ownership (including voting rights and the right to transfer the securities to others), and to use all Assets as collateral for its general loans

(...).<sup>17</sup>

Bij brief van 24 september 2008 heeft SSGA aan OPG geschreven dat PriceWaterhouseCoopers (PWC), in haar hoedanigheid van *administrator* van Lehman Brothers (vergelijkbaar met een Nederlandse curator) aan SSGA als haar voorlopige standpunt had meegedeeld dat klanten zoals OPG in de *administration* van Lehman Brothers een concurrente vordering hebben (*general unsecured claim*). Naar verwachting zou de afwikkeling van de *administration*, en daarmee de vaststelling van de rechtspositie van OPG in de *administration*, geruime tijd duren.<sup>18</sup>

### 3.9 Vordering van ruim 48 miljoen Euro

Op 17 december 2008 heeft OPG SSGA gedagvaard voor de rechtbank Amsterdam en vorderde SSGA bij vonnis, uitvoerbaar bij voorraad, te veroordelen tot betaling aan haar van een bedrag van ruim 48 miljoen Euro met rente vanaf 15 september 2008.<sup>19</sup>

## 4 De rol van de prime broker

Om de gang van zaken rondom het Alpha Edge Fonds goed te kunnen plaatsen, is het van belang te begrijpen welke functie een *prime broker* vervult. Een *prime broker* verleent in de regel een of meer van de volgende diensten:

15 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.4-2.5. Zie over de *long/short*-strategie van het Alpha Edge Fonds Van Setten in zijn annotatie nr. 3 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*). Art. 11.1 (b) (v) IMA is hierboven onder § 3.6 geciteerd.

16 Zie over het faillissement van Lehman Brothers International (Europe) Ltd. de faillissementsverslagen van Price Waterhouse Coopers (PWC) (te downloaden via [www.pwc.co.uk/eng/issues/lehman\\_updates.html](http://www.pwc.co.uk/eng/issues/lehman_updates.html)). Zie over de ondergang

van Lehman Brothers in meer algemene zin: L.G. MacDonald, P. Robinson, *A Colossal Failure of Common Sense. The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*, New York: Crown Business 2009; H.M. Paulson, Jr., *On the Brink. Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York/Boston: Business Plus 2010.

17 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.7 en 2.6.

18 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 2.8.

19 Waarbij de Rb. zal verstaan dat OPG na ontvangst hiervan aan SSGA zal overdragen de rechten die OPG mocht hebben op uitkering uit de boedel van Lehman Brothers in verband met haar deelname in het Global Alpha Edge Fonds, tot maximaal het door SSGA aan OPG betaalde bedrag. Zie Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 3. OPG had ook nog een aantal subsidiaire vorderingen ingesteld, maar die vorderingen zijn gezien de uitkomst van deze zaak niet meer van belang.



(1) *clearing and settlement* van transacties in financiële instrumenten, (2) bewaring (*custody*) van financiële instrumenten, (3) uitlenen van financiële instrumenten (*securities lending*) en (4) het verstrekken van financiering voor het verrichten van transacties in financiële instrumenten. De kern van de *prime broker*-dienst is de bereidheid van de *prime broker* om financiële instrumenten uit te lenen aan de cliënt met het oog op diens *short selling*-activiteiten. De cliënt is in de praktijk vrijwel altijd (in de Nederlandse terminologie) een beleggingsinstelling. Dat betekent dat de beleggingsinstelling effecten kan verkopen die zij niet in eigendom heeft, want de leveringsverplichting kan worden voldaan (door de *prime broker*, voor rekening van de cliënt) met geleende financiële instrumenten.

De *prime broker*, de uitlener van de financiële instrumenten, verlangt normaal gesproken zekerheid van de cliënt voor nakoming van de terugleveringsverplichting. Het was en is niet ongebruikelijk om daartoe de portefeuille van financiële instrumenten in bewaring te geven bij de *prime broker* (de *custody*-functie van de *prime broker*) en de *prime broker*, als *custodian*, het recht te geven om althans een deel van de in bewaring gegeven financiële instrumenten aan zichzelf in zekerheid over te dragen (met recht van wedergebruik). Deze praktijk wordt *rehypothecation* genoemd. Veelal wordt voor de mate waarin de *prime broker* financiële instrumenten aan zichzelf in zekerheid mag overdragen aangeknoopt bij de hoogte van de uitstaande schuld van de beleggingsinstelling ten opzichte van de *prime broker*. In de praktijk komt men niet zelden een niveau tegen van 140% of 200% van de uitstaande schuld. Kortom: als de beleggingsinstelling een schuld heeft van 100 tegenover de *prime broker*, dan mag de *prime broker* financiële instrumenten ter waarde van 140 respectievelijk 200 aan zichzelf in zekerheid overdragen. Bij een faillissement van de *prime broker* blijft er na verrekening met de schuld van de beleggingsinstelling jegens de *prime broker* van 100 een concurrente vordering op de *prime broker* over van 40 respectievelijk 100. In de onderhavige zaak was er kennelijk in het geheel geen limiet afgesproken en zijn eenvoudigweg alle *assets* van het Alpha Edge Fonds in zekerheid overgedragen aan *prime broker* Lehman Brothers. Lehman Brothers, als *prime broker*,

kon de aan zichzelf in zekerheid overgedragen financiële instrumenten vrijelijk gebruiken om transacties mee aan te gaan.

Financiële instellingen die *prime brokerage* diensten aanbieden stellen steevast dat cliënten van *prime brokers* baat hebben bij *rehypothecation*, omdat de *prime broker* dan lagere *fees* kan rekenen voor zijn diensten. De *prime broker* verdient immers ook aan transacties met de in zekerheid overgedragen financiële instrumenten in de portefeuille van de cliënt. Ik betwijfel overigens of *prime brokers* in de praktijk bereid zijn zaken te doen zonder *rehypothecation*.<sup>20</sup>

Hoe dan ook, doordat de bezittingen van het Alpha Edge Fonds langs de weg van *rehypothecation* in zekerheid waren overgedragen aan Lehman Brothers, waren deze *assets* verstrikt geraakt in het faillissement van Lehman Brothers, zodat de *prime broker* niet kon voldoen aan de terugleveringsverplichting tegenover het Alpha Edge Fonds uit hoofde van de *Customer Account Agreement Prime Brokerage*.

## 5 Het oordeel van de rechtbank

Hoewel in deze zaak door partijen over en weer een veelheid aan argumenten is aangedragen, besliste de rechtbank de zaak op een uitleg van de eigendomsgarantie zoals neergelegd in artikel 11 (b) (v) van de IMA.<sup>21</sup> De rechtbank constateert dat partijen ieder een andere uitleg geven aan deze garantie. De rechtbank legt bij de uitleg van de garantie de volgende maatstaf aan:

5.2 [...] Bij de beoordeling van dit geschil dient de rechtbank acht te slaan op de zin die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer aan het overeengekomene mochten toekennen en op hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten. In aanmerking genomen de aard van de IMA, de omvang en de gedetailleerdheid ervan, de wijze van totstandkoming ervan en de in artikel 13.1 van de IMA opgenomen afspraak dat de IMA de gehele overeenstemming tussen partijen bevat, dient als uitgangspunt beslissend gewicht te worden toegekend aan de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de woorden van de overeenkomst. Daarnaast moet hierbij in aanmerking worden genomen dat, zoals OPG onweersproken stelt, de IMA tot stand is gekomen onder begeleiding van juridische en andere adviseurs en dat artikel 11 (b) (v) van de IMA bij de totstandkoming van de IMA uitdrukkelijk aan de orde is gesteld en door [SSGA] uitdrukkelijk is aanvaard.

<sup>20</sup> Zie over *prime brokerage* en *rehypothecation*:

W.A.K. Rank, B. Bierman, 'Aangaan van verplichtingen voor rekening van een FGR: aansprakelijkheid en verhaal', *FR* (2008), p. 299-310, op p. 299 (l.k.); Van Setten in zijn annotatie nr. 3 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfondsen OPG/State Street Global Advisors Ltd.*); M. Berman, *Hedge Funds and Prime Brokers* (2<sup>e</sup> druk), London: Risk Books 2009. *Prime broker* wordt in art. 4 lid 1 onder (ag) van de (nog niet van kracht zijnde) AIFMD als volgt gedefinieerd: 'a credit institution, a regulated investment firm or another entity subject to prudential regulation and ongoing supervision, offering one or more services to professional investors primarily to finance or execute transactions in financial instruments as counterparty

and which may also provide other services such as clearing and settlement of trades, custodial services, securities lending, customised technology and operational support facilities'. Interessant is dat in de AIFMD wordt onderkend dat het feit dat de *custody*-functie van de *prime broker* en het feit dat de *prime broker* bij transacties als wederpartij van de betreffende beleggingsinstelling optreedt, een belangenconflict kan opleveren, zie art. 21 lid 4 sub (b) AIFMD. Zie daarover o.v.v. 29: 'The Directive also takes account of the fact that many [Alternative Investment Funds (AIF)] and in particular hedge funds currently make use of a prime broker. The Directive ensures that AIF may continue to use the function of one or more prime brokers. However, unless it has functionally and hierarchically separated the performance of

its depositary functions from its tasks as prime broker and the potential conflicts of interest are properly identified, managed and disclosed to the investors of the AIF, no prime broker should be appointed as a depositary, since prime brokers act as counterparties to AIF and therefore cannot at the same time act in the best interest of the AIF as is required of a depositary. Depositaries should be able to delegate custody tasks to one or more prime brokers or other third parties. In addition to the delegated custody tasks prime brokers should be allowed to provide prime brokerage activities to the AIF. These prime brokerage activities do not form part of the delegation arrangement.'

<sup>21</sup> Geciteerd in § 3.6, hierboven.

Uit artikel 11 (b) (v) van de IMA, opgevat in de gebruikelijke betekenis van de gebezigde bewoordingen in het handelsverkeer, heeft OPG redelijkerwijs mogen opmaken dat SSGA tegenover haar het risico draagt dat OPG door het faillissement van enige partij die op welke wijze dan ook betrokken is bij het beheer, geen aanspraak kan maken op het voor haar beheerde vermogen, aldus de rechtbank. De tekst van artikel 11 (b) (v), in de context van de gehele IMA, kan volgens de rechtbank redelijkerwijs niet anders worden gelezen dan dat SSGA er tegenover OPG voor instaat dat een dergelijk faillissement geen gevolgen heeft voor het op grond van de IMA geïnvesteerde vermogen van OPG ('will not be affected in any way by such event'; 'only [OPG] will be entitled to the Assets and the Portfolio, with the exclusion of any other person.').<sup>22</sup>

De rechtbank overweegt verder dat aan SSGA kan worden toegegeven dat de werking van artikel 11 (b) (v) IMA blijkens de tekst ervan beperkt is tot een faillissement van SSGA, haar groepsmaatschappijen, partijen aan wie SSGA taken heeft gedelegeerd, dan wel partijen die SSGA op grond van de IMA heeft geïnstrueerd. Echter uit artikel 2.1 van de IMA kan volgens de rechtbank worden afgeleid dat de taak van SSGA op grond van de IMA het gehele beheer van het op grond van de IMA geïnvesteerde vermogen omvat ('manage the investment and re-investment of such Assets (...)'). De taak van SSGA is na de totstandkoming van de AoT tussen OPG en SSBT en de participatie van OPG in het Alpha Edge Fonds ongewijzigd gebleven, zoals is op te maken uit artikel 13.9 van de IMA en uit 'Amendment No. 4'.<sup>23</sup>

Uit het voorgaande volgt volgens de rechtbank dat SSBT en Lehman Brothers, voor zover zij hebben gehandeld met betrekking tot het in beheer gegeven vermogen van OPG, taken hebben verricht die OPG aan SSGA had opgedragen. In die zin moet Lehman Brothers ook voor zover zij door (tussenkomst van) SSBT is ingeschakeld, worden aangemerkt als partij aan wie SSGA taken op grond van de IMA (indirect) heeft gedelegeerd, dan wel partij die SSGA op grond van de IMA (indirect) heeft geïnstrueerd. Partijen hebben volgens de rechtbank geen aanknopingspunten aangereikt die tot een andere conclusie kunnen leiden.<sup>24</sup>

Ook als SSGA ervan uit mocht gaan dat OPG, bijgestaan door deskundige adviseurs, bekend was met het risico dat gepaard ging met het inschakelen van een *prime broker*, doet dit er niet aan af dat OPG, gelet op artikel 11 (b) (v) IMA gerechtvaardigd erop mocht vertrouwen dat SSGA in dit verband ten behoeve van OPG een garantie heeft gegeven en zich dus tegen dit risico beveiligd wist.<sup>25</sup>

De rechtbank concludeert dat de onder 11 (b) (v) IMA gegeven garantie is geschonden en SSGA gehouden is tot vergoeding aan OPG van de schade die OPG hierdoor lijdt.<sup>26</sup> Kort nadat het vonnis werd gewezen hebben partij en de zaak voor een geheim bedrag geschikt.

## 6 Een gerechtvaardigde uitspraak?

### 6.1 Algemeen

Is de uitspraak van de rechtbank Amsterdam gerechtvaardigd? Laten we de eigendomsgarantie van artikel 11 (b) (v) IMA nog eens goed bekijken. Er zijn twee mogelijke grondslagen voor de stelling dat SSGA de eigendomsgarantie heeft geschonden.

### 6.2 Delegatie

De eigendomsgarantie van artikel 11 (b) (v) IMA biedt bescherming tegen het faillissement van 'any party to whom [SSGA] has delegated any or all of its functions under this Agreement'. De taak van SSGA komt er op grond van artikel 2.1 IMA kort gezegd op neer dat het in beheer gegeven vermogen door SSGA moest worden belegd en herbelegd conform de beleggingsdoelstellingen zoals door partijen overeengekomen in de IMA. Heeft SSGA die functie nu op enigerlei wijze, al dan niet door tussenkomst van SSBT, gelegeerd aan Lehman Brothers? Ik zou menen van niet. Lehman Brothers oefent geen vermogensbeheertaken uit, noch voor het Alpha Edge Fonds, noch voor OPG. Van enige delegatie daarvan door SSGA kan mijns inziens dan ook geen sprake zijn. Wel vonden er beleggingstransacties plaats waarbij Lehman Brothers optrad als contractuele wederpartij van (SSBT als *trustee* van) het Alpha Edge Fund. Dit betreft echter geen delegatie van een vermogensbeheertaak, maar het optreden als wederpartij bij beleggingstransacties *ter uitvoering* van vermogensbeheertaken.<sup>27</sup>

Wel trad Lehman Brothers op als bewaarder (*custodian*) van het vermogen van het Alpha Edge Fonds op grond van het *prime brokerage* contract. De bewaarfunctie van het vermogen van het Alpha Edge Fonds berustte in eerste instantie bij de *trustee* van het Alpha Edge Fonds, te weten SSBT. Verdedigbaar is dus dat SSBT in hoedanigheid van *trustee* van het Alpha Edge Fonds de bewaarfunctie heeft gedelegeerd aan Lehman Brothers. SSBT vervulde zoals eerder opgemerkt<sup>28</sup> een dubbelfunctie, doordat SSBT in hoedanigheid van *trustee* van de speciaal voor OPG opgerichte *trust* ook bewaarder was van het bij SSGA in beheer gegeven vermogen, bestaande uit deelnemingsrechten (*units*) in het Alpha Edge Fonds. Als men bereid is aan deze hoedanigheden van SSBT voorbij te gaan en

22 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 5.2-5.3.

23 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 5.3. Art. 13.9 van de IMA en 'Amendment No. 4' zijn

beide geciteerd in § 3.6, hierboven.

24 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 5.3.

25 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 5.4.

26 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110

m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 6.1.

27 Aldus ook Van Setten in zijn annotatie nr. 4 onder Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*).

28 Zie § 3.4, hierboven.

een 'doorkijkbenadering' toe te passen, is verdedigbaar dat SSBT, althans in materiële zin, de *custody* van het vermogen van OPG heeft gedelegeerd aan Lehman Brothers. In formeel-juridische zin is daarvan evenwel geen sprake, want SSBT is als *trustee* van het vermogen van OPG nog steeds bewaarder van de deelnemingsrechten (*units*) in het Alpha Edge Fonds. Daarin heeft de betrokkenheid van Lehman Brothers strikt genomen geen verandering gebracht.

Maar zelfs als men de denkstap zou willen zetten dat de *custody* van het vermogen van OPG in materiële zin is gedelegeerd aan Lehman Brothers, dan betreft het altijd nog een delegatie van een functie die conform de AoT is opgedragen aan SSBT en niet aan SSGA. De bewaarfunctie die SSBT vervult ten aanzien van het vermogen van OPG is dus niet een functie die op grond van de IMA is opgedragen aan SSGA, die deze functie vervolgens heeft gedelegeerd aan SSBT. Vermogensbeheer en *custody* zijn twee van elkaar te onderscheiden functies, die normaal gesproken van meet af aan aan verschillende partijen zijn opgedragen, te weten de vermogensbeheerder (*manager*) respectievelijk de bewaarder (*custodian*) en worden beheerst door verschillende contracten. De rechtbank maakt overigens geen eenduidige keuze voor de variant dat SSGA taken op grond van de IMA (indirect, via SSBT) aan Lehman Brothers zou hebben gelegeerd, door de conclusie dat de eigendomsgarantie was geschonden, op een alternatieve grondslag te baseren. Immers, er is volgens de rechtbank *ofwel* sprake van een schending doordat SSGA aan Lehman Brothers taken op grond van de IMA (indirect) heeft gedelegeerd, *ofwel* doordat SSGA Lehman Brothers (indirect) heeft geïnstrueerd.<sup>29</sup> Laten we deze laatste variant eens bekijken.

### 6.3 Instructie

De eigendomsgarantie biedt niet alleen bescherming tegen het faillissement van partijen aan wie SSGA taken heeft gedelegeerd, maar ook tegen het faillissement van partijen die door SSGA zijn geïnstrueerd ('whom [SSGA] has instructed under this Agreement'). Kan Lehman Brothers nu worden aangemerkt als een partij die (indirect) door SSGA is geïnstrueerd onder de IMA? Om te beginnen moet geconstateerd worden dat het *prime brokerage* contract een overeenkomst is tussen (SSBT in hoedanigheid van *trustee* van) het Alpha Edge Fonds en Lehman Brothers. SSGA is bij deze overeenkomst geen partij. Degene die Lehman Brothers heeft geïnstrueerd is dus niet SSGA, maar SSBT in hoedanigheid van *trustee* van het Alpha Edge Fonds, zo zou men denken. Hoe houdt de rechtbank het dan toch voor mogelijk dat SSGA Lehman Brothers (indirect) heeft geïnstrueerd? OPG heeft in de procedure naar voren gebracht dat SSGA (namens SSBT als *trustee* van het Alpha Edge Fonds) het *prime brokerage* contract heeft uitonderhandeld, en in die zin

Lehman Brothers heeft geïnstrueerd. State Street heeft dit steeds bestreden. De rechtbank heeft niet expliciet als vaststaand feit aangenomen dat SSGA het *prime brokerage* contract feitelijk heeft uitonderhandeld. Dat is opmerkelijk, want juist deze vaststelling lijkt mij een essentiële schakel voor de redenering dat SSGA Lehman Brothers (indirect) heeft geïnstrueerd.

### 6.4 Een gerechtvaardigde uitspraak?

Maar laten we nu eens aannemen dat SSGA inderdaad het *prime brokerage* contract met Lehman Brothers heeft uitonderhandeld. Is de uitspraak van de rechtbank Amsterdam dan gerechtvaardigd? In de praktijk behoort het tot de taak van een vermogensbeheerder om derden die diensten verlenen in het kader van het vermogensbeheer te instrueren, zoals *brokers* (commissionairs). De vermogensbeheerder zal deze derden veelal instrueren voor rekening van het pensioenfonds, als direct vertegenwoordiger krachtens volmacht, dan wel als middelmatig vertegenwoordiger. De eigendomsgarantie spreekt over 'instructed under this Agreement', dat wil zeggen geïnstrueerd onder de IMA. Kan het instrueren van de *prime broker* als een instructie onder de IMA worden beschouwd? Het *prime brokerage* contract is een contract tussen (SSBT als *trustee* van) het Alpha Edge Fonds en Lehman Brothers. In formeel-juridische zin heeft SSGA het *prime brokerage* contract dan namens (SSBT als *trustee* van) het Alpha Edge Fonds uitonderhandeld en niet namens OPG als vermogensbeheerder onder de IMA. De conclusie dat de instructie van Lehman een instructie onder de IMA betreft, kan dus alleen bereikt worden als men niet zozeer naar de gehanteerde juridische structuur kijkt (een gestapelde truststructuur), maar daar juist 'doorheen kijkt' en veeleer acht slaat op wat zich in feitelijke zin heeft voorgedaan. Namens wie SSGA het *prime brokerage* contract heeft uitonderhandeld, doet er dan niet meer toe. Doorslaggevend is dan dat SSGA in feitelijke zin een *prime broker* heeft geïnstrueerd en daarbij akkoord is gegaan met een zekerheidsoverdracht van, in materiële zin, een substantieel deel van het vermogen van OPG. Daarmee heeft SSGA een situatie in het leven geroepen die OPG heeft blootgesteld aan het faillissement van Lehman Brothers, met als gevolg een uitholling van de eigendom van het bij SSGA in beheer gegeven vermogen, terwijl OPG van SSGA nu juist een expliciete eigendomsgarantie had bedongen. Kort en goed: aangenomen dat SSGA het *prime brokerage* contract heeft uitonderhandeld en SSGA Lehman Brothers in zoverre in feitelijke zin geïnstrueerd heeft, lijkt mij de *conclusie* van de rechtbank dat SSGA de eigendomsgarantie zoals opgenomen in de IMA heeft geschonden, niet onverdedigbaar.

Niettemin: de *motivering* van het vonnis schiet mijns inziens tekort, zelfs als wij eraan voorbij gaan dat de



rechtbank niet als vaststaand feit heeft aangenomen dat SSGA het *prime brokerage* contract heeft uitonderhandeld. De rechtbank Amsterdam zegt bij de uitleg van de eigendomsgarantie uit te gaan van ‘de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de woorden van de overeenkomst, gelezen in het licht van de overige, voor de uitleg relevante bepalingen van de overeenkomst.’<sup>30</sup> De Hoge Raad heeft inderdaad meermalen beslist dat de rechter bij de uitleg van commerciële contracten tussen professionele partijen die zijn opgesteld met behulp van (juridische) adviseurs (zoals in *OPG/State Street* het geval was) *bevoegd* (niet: *verplicht*) is de tekst van een clause voorshands op te vatten in de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis, waarna de partij die daarbij belang heeft bij wege van tegenbewijs kan aantonen dat partijen een andere bedoeling hebben gehad.<sup>31</sup> Met de aangelegde maatstaf is dus niets mis, maar de vraag rijst wel of de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de woorden ‘instructed under this Agreement’ nu wel meebrengt dat ook instructies van SSGA namens (SSBT in hoedanigheid van *trustee* van) het Alpha Edge Fonds hieronder begrepen kunnen worden. Zoals hierboven uiteen gezet, kan men daartoe alleen concluderen als men bereid is niet zozeer naar de gehanteerde juridische structuur te kijken (een gestapelde truststructuur), maar daar juist ‘doorheen te kijken’ en veeleer acht te slaan op wat zich in feitelijke zin heeft voorgedaan. Verdedigbaar is dat de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de bewoordingen juist inhoudt dat ‘instructed under this Agreement’ alleen ziet op instructies die SSGA geeft als vermogensbeheerder van OPG en niet op instructies die SSGA in andere hoedanigheid geeft, bijvoorbeeld als vertegenwoordiger van (SSBT in hoedanigheid van *trustee* van) het Alpha Edge Fonds. In het vonnis had naar mijn mening gemotiveerd moeten worden *waarom* de door de rechtbank gekozen uitleg van de eigendomsgarantie de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis van de bewoordingen inhoudt, want onmiddellijk duidelijk is dat wat mij betreft niet.<sup>32</sup>

## 7 Hoe nu verder?

### 7.1 Algemeen

Wat men ook moge vinden van de uitspraak van de rechtbank Amsterdam inzake *OPG/State Street*, het vonnis heeft zonder twijfel bijgedragen aan een zekere (al dan niet hernieuwde) *awareness* bij pensioenfondsen, vermogensbeheerders en financiële toezichthouders dat bij meer complexe beleggingsstructuren het risico bestaat op een uitholling van de eigendom van het pensioenvermogen. Hoe moet met deze (al dan niet hernieuwde) *awareness* worden omgaan? In het navolgende doe ik enkele suggesties.

### 7.2 Eigendomsgarantie

Bij sommige pensioenfondsen heeft misschien de mening postgevat dat het bedingen van een eigendomsgarantie van het type zoals opgenomen in de IMA die centraal stond in *OPG/State Street* gezien de positieve uitkomst voor OPG voldoende bescherming biedt. Dat lijkt mij een gevaarlijke redenering. Een andere rechter zou een dergelijke eigendomsgarantie best eens anders kunnen uitleggen dan de rechtbank Amsterdam heeft gedaan. Bovendien: zelfs als men ervan uit gaat dat andere rechters een vergelijkbare interpretatie geven aan dit soort eigendomsgaranties, bestaat er een risico. Dat valt het best te illustreren aan de hand van een voorbeeld. Stel dat het pensioenfondsvermogen door een vermogensbeheerder niet wordt belegd in huisfondsen (zoals in *OPG/State Street* het geval was), maar in externe fondsen.<sup>33</sup> Een *prime brokerage* contract tussen (de bewaarder van) de beleggingsinstelling en de *prime broker* zal dan niet worden uitonderhandeld door de vermogensbeheerder, want het betreft dan beleggingsinstellingen waarmee hij verder niets van doen heeft. Van een instructie van de vermogensbeheerder aan de *prime broker* zal dan geen sprake zijn, ook niet in feitelijke zin. Los daarvan geldt dat vermogensbeheerders met het vonnis inzake *OPG/State Street* nog vers in het geheugen naar verwachting nog minder snel akkoord zullen gaan met opname van een eigendomsgarantie in de IMA dan zij al deden. Kortom, al zou men als pensioenfonds willen vertrouwen op een eigendomsgarantie van het type zoals dat centraal stond in *OPG/State Street*, dan is de kans waarschijnlijk klein dat deze door een vermogensbeheerder zal worden geaccepteerd.

30 Rb. Amsterdam 23 december 2009, *JOR* 2010/110 m.nt. L.D. van Setten (*Stichting Pensioenfonds OPG/State Street Global Advisors Ltd.*), r.o. 5.2 (zie § 5, hierboven).

31 Zie HR 19 januari 2007, LjN: AZ3178, *NJ* 2007, 575; *JOR* 2007/166 m.nt. R.P.J.L. Tjittes (*Meyer Europe/PontMeyer*), r.o. 3.4.3; HR 29 juni 2007, LjN: BA4909, *NJ* 2007, 576 m.nt. M.H. Wissink; *JOR* 2007/198 m.nt. R.P.J.L. Tjittes (*Derksen/Homburg*), r.o. 4.3.1. Deze maatstaf betekent overigens niet dat in de context van commerciële contracten tussen professionele partijen die zijn opgesteld met behulp van (juridische) adviseurs wordt teruggekomen op het criterium zoals geformuleerd in HR 13 maart 1981, LjN: AG4158, *NJ* 1981, 635 m.nt. C.J.H.B. (*Haviltex*), r.o. 30 VI 2.

Zie HR 19 oktober 2007, LjN: BA7024, *NJ* 2007, 565 (*Vodafone/ETC*), r.o. 3.4. Zie nader Asser-Hartkamp/Sieburgh 6-III\* (2010), nr. 371; R.P.J.L. Tjittes, *Uitleg van schriftelijke contracten* (Cahier Privaatrecht), Nijmegen: Ars Aequi Libri 2009, p. 24-30.

32 De Rb. had het zichzelf wellicht makkelijker gemaakt door geen gebruik te maken van de *bevoegdheid* de tekst van de eigendomsgarantie voorshands op te vatten in de meest voor de hand liggende taalkundige betekenis, maar in plaats daarvan terug te vallen op de algemene maatstaf van contractuitleg, waarbij het in bredere zin aankomt op de zin die partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan die bepalingen mochten toekennen en op hetgeen zij

te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten, waarbij mede van belang kan zijn tot welke maatschappelijke kringen zij behoren en welke rechtskennis van zodanige partijen kan worden verwacht (HR 13 maart 1981, LjN: AG4158, *NJ* 1981, 635 m.nt. C.J.H.B. (*Haviltex*), r.o. 30 VI 2). Toepassing van deze algemene maatstaf zou de conclusie dat de eigendomsgarantie is geschonden, wellicht gemakkelijker hebben kunnen dragen (al schiet het vonnis in de motivering naar mijn mening ook dan tekort, omdat nu eenmaal niet expliciet als vaststaand feit is aangenomen dat SSGA het *prime brokerage* contract heeft uitonderhandeld).

33 Zie over de termen ‘huisfonds’ en ‘extern fonds’ nader voetnoot 12, hierboven.



### 7.3 Due diligence en monitoring

Een in de praktijk wel gehanteerd alternatief voor een eigendomsgarantie betreft de verplichting van de vermogensbeheerder bij de selectie van beleggingen en bij de *monitoring* van de beleggingen van het pensioenfonds met een scherp oog te letten op eigendomsrisico's. Bij de *due diligence* die vooraf gaat aan de selectie van beleggingen kan de vermogensbeheerder onder meer letten op de juridische structuur van de betreffende beleggingen. Als het een belegging via beleggingsinstellingen betreft, is bijvoorbeeld relevant of gewerkt wordt met een *prime broker*, en zo ja, welk arrangement met deze partij is uitonderhandeld. Deze initiële *due diligence* kan de vermogensbeheerder onder meer uitvoeren door het prospectus en andere documenten (zoals analistenrapporten) die betrekking hebben op de potentiële belegging te bestuderen en door gesprekken te voeren met partijen die bij deze belegging betrokken zijn (als het een belegging in een beleggingsinstelling betreft: de beheerder van die beleggingsinstelling). De *monitoring* van de beleggingen van het pensioenfonds zal meestal plaatsvinden door periodieke gesprekken met partijen die bij de belegging zijn betrokken (bijvoorbeeld in de vorm van een *conference call*). Als een beleggingsinstelling bijvoorbeeld dramatisch slechte of juist heel goede beleggingsresultaten heeft behaald, kan het verstandig zijn ook los van het periodieke overleg het contact met de beheerder te zoeken.<sup>34</sup>

De vermogensbeheerder zal over de initiële *due diligence* en *monitoring* uiteraard moeten rapporteren aan het pensioenfonds. Dat kan schriftelijk, al dan niet gecombineerd met een periodiek gesprek. In aanvulling daarop kan de vermogensbeheerder aan het pensioenfonds op verzoek inzage verlenen in de stukken op welke de rapportage is gebaseerd. De verplichting tot initiële *due diligence* en *monitoring*, alsmede de daarmee gepaard gaande rapportageverplichtingen, worden veelal contractueel verankerd door opname in een bijlage van de vermogensbeheerovereenkomst, de *service level agreement* (SLA), waarin de operationele afspraken zijn neergelegd. Adequate rapportageverplichtingen zullen naar verwachting steeds belangrijker worden, mede gelet op het feit dat DNB vindt dat pensioenfondsen hun financiële risico's beter moeten beheersen.<sup>35</sup>

Door bij de selectie en *monitoring* van beleggingen te letten op eigendomsrisico's kunnen deze risico's natuurlijk niet volledig worden uitgebannen. Een door de vermogensbeheerder geraadpleegd prospectus kan misleidend zijn, omdat niet wordt gewezen op de risico's van *rehypothecation* door *prime brokers*.<sup>36</sup> De beheerder van een beleggingsinstelling kan bewust of onbewust onjuiste informatie hebben verstrekt of juist informatie achterhouden.

Bovendien is het voor een vermogensbeheerder niet altijd na te gaan wat zich feitelijk allemaal voordoet in bijvoorbeeld een beleggingsinstelling. Vooral in relatie tot externe fondsen is dat goed denkbaar. De mogelijkheden om na te gaan wat er feitelijk allemaal gebeurt binnen de beleggingsinstelling zullen dan in elk geval beperkter zijn dan wanneer het een huisfonds betreft.<sup>37</sup> Indien een vermogensbeheerder bij de selectie van een extern beleggingsfonds afgaat op een prospectus dat achteraf misleidend blijkt te zijn, zal niet snel aangenomen kunnen worden dat de vermogensbeheerder zijn initiële *due diligence* onzorgvuldig heeft uitgevoerd en hij met succes voor de geleden schade aansprakelijk kan worden gesteld.

### 7.4 Spreiding van beleggingen

Juist omdat *due diligence* en *monitoring* eigendomsrisico's niet kunnen uitbannen, zijn flankerende maatregelen verstandig. Een belangrijke aanvullende maatregel is een gespreide belegging. In het verleden werd door sommige pensioenfondsen en vermogensbeheerders misschien de stelling verdedigd dat daarvan ook sprake kan zijn door te beleggen via een beleggingsfonds dat op zijn beurt gespreid belegt. De zaak *OPG/State Street* bewijst echter dat dit een gevaarlijke benadering kan zijn. De gevolgen waren in deze zaak immers zo dramatisch, omdat OPG ruim een kwart van het vermogen had belegd in het Alpha Edge Fonds.

### 7.5 Meerdere prime brokers

Bij een adequate spreiding van de beleggingen is denkbaar dat een deel van het pensioenvermogen wordt belegd via beleggingsinstellingen die er een *long/short*-strategie op nahouden, want wie weet levert een dergelijke strategie wat extra rendement op. Een dergelijke beleggingsinstelling zal zich in verband met haar *long/short*-strategie waarschijnlijk bedienen van een *prime broker* die niet bereid zal zijn te contracteren zonder een *rehypothecation* clause. De *assets* van de beleggingsinstelling worden dan geheel of ten dele in zekerheid overgedragen aan de *prime broker*, met als gevolg dat een faillissementsrisico wordt gelopen op de *prime broker*. Als de *prime broker* failliet gaat, kan dit betekenen dat de belegging van het pensioenfonds in deelnemingsrechten van de betreffende beleggingsinstelling waardeloos wordt. Om dit risico te spreiden, kan (de beheerder van) de beleggingsinstelling besluiten te contracteren met bijvoorbeeld twee of drie *prime brokers*.

### 7.6 Verhoging kennisniveau pensioenfondsbesturen

Vooral bij kleinere pensioenfondsen is het kennisniveau van het bestuur een punt van zorg. Een pensioenfonds-

34 Ook in het Rapport Frijns (2010) wordt het belang onderstreept van een goede *due diligence* en *monitoring* bij uitbesteding van (aspecten van) het vermogensbeheer, zie p. 45-46.

35 Zie o.a. Thema's DNB toezicht (2011), p. 14-15 (te downloaden via [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)).

36 Art. 23 lid 1 onder (o) van de (nog niet van kracht zijnde) AIFMD schrijft voor dat beleggers voordat zij in het betreffende AIF beleggen onder meer geïnformeerd moeten worden over 'as the case may be, the provision in the contract with the depositary on the possibility of transfer and reuse

of AIF assets'. Kortom, volgens de AIFMD moeten zij geïnformeerd worden over *rehypothecation*-arrangementen.

37 Zie over de termen 'huisfonds' en 'extern fonds' nader voetnoot 12, hierboven.

bestuur dient *in control* te zijn en dat betekent dat bij het bestuur als geheel voldoende financiële expertise aanwezig moet zijn, met inbegrip van kennis van risico's die zich bij complexere beleggingsstructuren kunnen voordoen (waaronder van eigendomsrisico's). De verhoging van het kennisniveau is juist voor de kleinere pensioenfondsen echter een grote uitdaging. Het aantrekken van het juiste talent is gezien de bescheiden omvang van kleinere pensioenfondsen en de schaarste van dit talent vaak lastig. De Commissie Frijns heeft terecht aangegeven dat een verdere consolidatie van vooral kleinere pensioenfondsen een logische stap zou zijn om het kennisniveau van pensioenfondsbesturen naar het juiste plan te tillen.<sup>38</sup> Hierdoor zullen de beleggingsrisico's (waaronder eigendomsrisico's) naar verwachting beter beheersbaar worden.

### 7.7 Beleggen in eenvoudiger producten

Beleggingen zijn in de praktijk niet zelden 'gestapeld'. Denk bijvoorbeeld aan *funds of funds*, dat wil zeggen beleggingsinstellingen die op hun beurt beleggen in een veelheid aan andere beleggingsinstellingen. Het risico dat er ergens op het niveau van een subfonds onverhoopt toch sprake is van bijvoorbeeld *rehypothecation* is niet ondenkbaar. Stapelstructuren komen in de praktijk veelvuldig voor, waarbij de vermogensbeheerder er niet altijd zicht op zal hebben of verderop in de keten transacties plaatsvinden die in feite de eigendom van het pensioenfonds uithollen. Hoe complexer de structuur, hoe lastiger het wordt de risico's adequaat te beheersen, waaronder eigendomsrisico's. Het is denkbaar dat in het bijzonder bij kleinere pensioenfondsen (die over het algemeen over minder financiële expertise beschikken dan grotere pensioenfondsen<sup>39</sup>) een grotere vraag zal ontstaan naar minder complexe producten, die gemakkelijker te begrijpen zijn en waarvan de risico's ook beter zijn te overzien. Sommige van de kleinere pensioenfondsen hebben al de regel ingevoerd dat niet belegd wordt in producten die het bestuur niet begrijpt. Die benadering strookt met de recente suggestie van DNB om onbeheerste risico's in het uiterste geval af te bouwen.<sup>40</sup> Het strookt ook met de aanbeveling van de Commissie Frijns dat de complexiteit van de beleggingen moet zijn afgestemd op de aanwezige bestuurlijke expertise.<sup>41</sup>

### 7.8 Vermogensbeheer niet uitbesteden

Momenteel besteden de meeste pensioenfondsen het vermogensbeheer geheel of ten dele uit aan derden.<sup>42</sup> Dat brengt allerlei risico's mee. De Commissie Frijns spreekt in dit verband van een cascade proces, waarbij iedere

volgende schakel een smaller risicobegrip hanteert. De vermogensbeheerder zal vooral aandacht hebben voor het managen van de voor hem relevante risico's waardoor de voor het pensioenfonds relevante risico's onvoldoende aandacht krijgen.<sup>43</sup> De kans dat een pensioenfondsbestuur niet *in control* is en zich onvermoede beleggingsrisico's voordoen (waaronder eigendomsrisico's) wordt daardoor vergroot. Door het vermogensbeheer zoveel mogelijk *in-house* te doen zullen dit soort risico's wellicht beter beheersbaar worden. Dit zal echter alleen voor de allergrootste pensioenfondsen een optie zijn, want kleinere pensioenfondsen missen de schaalgrootte om dit op een kostenefficiënte manier zelf te doen. Als kleinere pensioenfondsen verder zouden consolideren, zal dit op termijn mogelijk wel een reële optie worden. Tot die tijd zullen kleinere pensioenfondsen aangewezen zijn op een gehele of gedeeltelijke uitbesteding van het vermogensbeheer. De greep op externe vermogensbeheerders kan zoals hierboven aangegeven onder meer worden vergroot door betere *due diligence* bij selectie van nieuwe beleggingen en een betere *monitoring* van beleggingen door de ingeschakelde vermogensbeheerders, in combinatie met verscherpte rapportageverplichtingen richting het pensioenfonds.

### 7.9 Versterking toezicht op door pensioenfondsen uitbestede taken

Hierboven is vooral gesproken over een versterking van de greep op vermogensbeheerders door de pensioenfondsen zelf. In combinatie daarmee is het uiteraard ook denkbaar dat de greep van de financiële toezichthouders op vermogensbeheerders aan wie pensioenfondsen het beheer hebben uitbesteed, wordt versterkt. Doordat het vermogensbeheer door pensioenfondsen grotendeels is uitbesteed aan derden, bestaat op dit moment vanuit toezichtperspectief een suboptimale situatie. De toezichtregels waaraan pensioenfondsen zijn onderworpen gelden immers niet rechtstreeks voor de organisaties waaraan zij het vermogensbeheer uitbesteden.<sup>44</sup> Recentelijk heeft DNB in een brief aan de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid gepleit voor een versterking van het toezicht op partijen aan wie pensioenfondsen taken hebben uitbesteed, zodat DNB meer controle kan uitvoeren ten aanzien van taken die aan derden zijn uitbesteed.<sup>45</sup> Als DNB door een wetswijziging rechtstreeks toezicht kan houden op derden aan wie pensioenfondsen taken hebben uitbesteed (waaronder vermogensbeheerders), zal langs deze weg mogelijk ook een bijdrage worden geleverd aan een adequate beheersing van allerlei risico's die zich bij het beleggingsproces voor pensioenfondsen kunnen voor-

38 Rapport Frijns (2010), p. 51.

39 Zie § 7.6, hierboven.

40 Zie o.a. Thema's DNB toezicht (2011), p. 14-15.

41 Rapport Frijns (2010), p. 50.

42 Bijna 90% van de Nederlandse pensioenfondsen

heeft meer dan 30% van het vermogensbeheer

uitbesteed. Zie Rapport Frijns (2010), p. 44.

43 Rapport Frijns (2010), p. 45.

44 Aangrijpingspunt voor het toezicht is in de Pw het

pensioenfonds. Als een pensioenfonds werkzaamheden uitbesteedt (bijvoorbeeld aan een vermogensbeheerder), dient hij er zorg voor te dragen dat de opdrachtnemer de regels van de Pw die van toepassing zijn op het pensioenfonds, naleeft. De pensioenuitvoerder blijft er dus verantwoordelijk voor dat de opdrachtnemer de regels naleeft (art. 34 lid 1 Pw, nader uitgewerkt in hoofdstuk 4 van het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte

beroepspensioenregeling). De opdrachtnemer aan wie het pensioenfonds taken uitbesteedt, wordt niet rechtstreeks onder toezicht geplaatst. Zie nader bijv. J.A.M.I. Hoens, *Uitbesteding: een achilleshiel in de Pensioenwet?*, P&P (2009), p. 16-22.

45 Brief d.d. 3 december 2010 (te downloaden via [www.rijkssoeverheid.nl](http://www.rijkssoeverheid.nl), zoeken op 'wetgevingsbrieven AFM en DNB').

doen, met inbegrip van eigendomsrisico's. Overigens zie ik vanuit Europees perspectief nog wel een probleem. Vermogensbeheerders worden in Europa al gereguleerd door de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID). MiFID voorziet voor het overgrote deel in maximumharmonisatie. Het is daarom nog maar de vraag of de Nederlandse wetgever vermogensbeheerders die pensioenfondsen bedienen op eigen houtje aan extra regels kan onderwerpen (*goldplating*). Mede gezien het internationale karakter van institutioneel vermogensbeheer, zouden extra regels voor vermogensbeheerders die pensioenfondsen bedienen bij voorkeur in Europees of internationaal verband worden vastgesteld.

## 8 Conclusie

De uitspraak van de rechtbank Amsterdam inzake *OPG / State Street* heeft zonder twijfel bijgedragen aan een (al dan niet hernieuwde) *awareness* bij pensioenfondsen, vermogensbeheerders en de financiële toezichthouders dat bij complexe beleggingsstructuren het risico bestaat op een uitholling van de eigendom van het pensioenvermogen. Dit risico, evenals andere risico's die gepaard gaan met beleggen, zijn uiteraard niet volledig uit te bannen. Dat is ook niet nodig, mits zij maar adequaat beheerst worden. Hierboven zijn enkele suggesties gedaan die kunnen bijdragen aan een adequate beheersing van het risico dat de eigendom van het pensioenvermogen wordt uitgehold. ■