Uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2022-0019
(mr. C.A. Joustra, voorzitter, prof. mr. D. Busch, J.C.H. Kars AAG CERA, P.G. Polstra AA RB, mr. R.J.F. Thiessen, leden en mr. H.C. Dobbelaar-ten Cate, secretaris)

Beroepschrift ontvangen op	: 21 september 2021
Ingediend door	: Consument 2, namens [consument 1], [consument 2], [consument 3] en [consument 4], verder gezamenlijk te noemen consumenten
Wederpartij	: Stuiver Asset Management B.V., gevestigd te Amsterdam, verder te noemen SAM
Datum uitspraak	: 3 mei 2022

Samenvatting

De Commissie van Beroep bevestigt de uitspraak van de Geschillencommissie, en is van oordeel dat:

i. consumenten er niet in zijn geslaagd aannemelijk te maken dat de beheerder van de beleggingsinstelling te risicovol heeft belegd door op enig moment (ten onrechte) beleggingslimieten te overschrijden,
ii. niet is gebleken dat de beheerder van de beleggingsinstelling aan consumenten onvoldoende informatie heeft verstrekt over de risico's,
iii. de beheerder van de beleggingsinstelling niet heeft verzuimd een risicoprofiel vast te leggen van consumenten conform art. 4:23 Wft, omdat die wetsbepaling niet geldt voor een beheerder van een beleggingsinstelling (zie art. 1:19 lid 1, aanhef en sub (a) Wft); zoals in het prospectus wordt aanbevolen, hadden consumenten desgewenst bij een financieel adviseur advies kunnen inwinnen over de vraag of beleggen in de beleggingsinstelling al dan niet verstandig was; een financieel adviseur zou verplicht zijn geweest om een risicoprofiel conform art. 4:23 Wft vast te leggen van consumenten; de Commissie van Beroep ziet geen aanleiding om in dit geval van art. 1:19 lid 1, aanhef en sub (a) Wft af te wijken op grond van de redelijkheid en billijkheid en/of de zorgplicht, ook niet als het vast zou staan dat consumenten onervaren beleggers zijn.

1. De procedure in beroep

1.1 Bij een op 21 september 2021 ontvangen pro forma beroepschrift heeft consument 2 bij de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening (hierna: de Commissie van Beroep) beroep ingesteld tegen een uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (hierna: de Geschillencommissie) van 8 september 2021, gepubliceerd onder nummer 2021-0801. In deze uitspraak heeft de Geschillencommissie over vier met elkaar samenhangende zaken beslist. Bij een op 16 oktober 2021 gedateerd aanvullend beroepschrift met bijlage heeft consument 2 de gronden van beroep geformuleerd.

1.2 SAM heeft een op 18 november 2021 gedateerd verweerschrift met bijlage ingediend.

1.3 De mondelinge behandeling van dit beroep heeft plaatsgehad op 29 november 2021. Namens consumenten hebben [consument 2] en [consument 4] via een videoverbinding deelgenomen. SAM werd vertegenwoordigd door [naam 1], bestuurder van SAM, en haar juridisch adviseur, mr. J.W.P.M. van der Velden. SAM heeft spreekaantekeningen overgelegd. Beide partijen hebben hun standpunt toegelicht en vragen van de Commissie

van Beroep beantwoord.

2. De procedure bij de Geschillencommissie

Voor het verloop van de procedure bij de Geschillencommissie verwijst de Commissie van Beroep naar de uitspraak van de Geschillencommissie van 8 september 2021.

3. Feiten

3.1 De Commissie van Beroep gaat uit van de feiten die de Geschillencommissie heeft vermeld in de uitspraak onder 2.1 tot en met 2.8. De feiten zijn niet betwist en worden voor zover relevant aangevuld met enkele andere feiten die tussen partijen vaststaan. Kort gezegd gaat het om het volgende.

3.2 Consumenten hebben vanaf eind 2017 ieder voor zich belegd in het VOC Fonds (hierna: het fonds). Daarnaast hebben consumenten gezamenlijk belegd in het VOC Fonds. Die gezamenlijke belegging wordt door hen aangeduid als 'het familiefonds'. Het VOC fonds is opgericht op 1 januari 2017. Beheerder van dit fonds is SAM. Het is een fonds met een hoog risico; belegd wordt met een hefboom die onder meer wordt verkregen door het gebruik van opties en futures. Daarnaast belegt het fonds in alternatieve risicovolle beleggingen waaronder volatiliteit, private equity, dividenden en optiestrategieën. In de jaren 2017-2019 was het fondsresultaat 38,1%, -23,7% en 52,6%.

3.3 In het Prospectus van 21 december 2018 is onder meer het volgende opgenomen over het beleggingsbeleid en de taken van de beheerder:

"(…) **3. BELEGGINGSBELEID**
3.1. Doelstelling
De doelstelling van het Fonds is om op de lange termijn het dubbele rendement te realiseren van wereldwijde aandelenmarkten (wereldindex) met een vergelijkbaar risico van twee keer de wereldindex. Het Fonds is om die reden niet aan te merken als een zogenaamd "index hugging" beleggingsfonds.
Het Fonds beoogt om door de beleggingscyclus heen, inclusief hefboom, een gemiddeld rendement te behalen van tussen de 15% en 35% per jaar. Mede afhankelijk van de richting van de aandelenmarkt kan in een gegeven jaar het rendement in grote mate afwijken.
Om dat rendement te behalen maakt het Fonds gebruik van een dubbel long/short aandelen-strategie. Het Fonds is geen marktneutraal Fonds maar is juist duidelijk positief gecorreleerd met wereldwijde aandelenmarkten. De correlatie wordt nog eens versterkt door het gebruik van een hefboom. Deze strategie leidt ertoe dat het Fonds niet volgens de wereldindex belegt en dat het qua rendement aanzienlijk afwijkt van de wereldwijde aandelenmarkten.
(...)
3.3. Beleggingsbeleid
(…)
3.3.2. Hefboom management
De hefboom vergroot enerzijds het rendement maar anderzijds het risico van het Fonds en wordt om die reden zorgvuldig toegepast op een breed gespreide portefeuille bestaande uit de vier bouwstenen van het Fonds. De toepassing van de hefboom binnen het Fonds wordt opgezet via de optie- en future markten. Deze markten lenen zich goed om op een efficiënte en effectieve manier

gebruik te maken van een hefboom. Belangrijk voor het managen van de hefboom is een goed beleid met betrekking tot de hoogte van de hefboom. Het Fonds streeft door de beleggingscyclus heen naar een gemiddelde hefboom van 2. Een hefboom van 2 betekent dat het Fonds 200% van het totale Fondsvermogen belegd heeft. (…)
Bij het managen van de hefboom hanteert het Fonds een bandbreedte voor de hefboom tussen de 1,5 en 2,5 maar behoudt zich de bevoegdheid voor om risicoweging op vermogenswaarden behorend tot het Fondsvermogen toe te passen.
(…)
3.5. Beleggingsrestricties
Het Fonds voert het beleggingsbeleid uit met inachtneming van onderstaande beleggingsrestricties:
– Het Fonds mag in beginsel tot maximaal 300% van het Fondsvermogen aan vreemd vermogen aantrekken;
– Maximale leverage van 300%. Dit betekent dat op enig moment maximaal 400% van het totale Fondsvermogen is belegd. Echter kan niet worden uitgesloten dat deze grens tijdelijk door marktontwikkelingen wordt overschreden. De overschrijdingen zullen met inachtneming van de marktomstandigheden zo snel als mogelijk is, worden afgebouwd.
– Het Fonds maakt continu gebruik van leverage door te beleggen in onder andere futures en opties. Korte (en langere) termijn leningen in diverse valuta worden vermeden maar zijn niet uitgesloten;
– Het Fonds belegt maximaal 15% van het Fondsvermogen in beleggingsinstellingen met minimaal een maandelijkse liquiditeit;
– Het Fonds belegt continu minimaal 40% van het Fondsvermogen in Low Volatility aandelen;
– Een belang van het Fonds in een bepaald individueel bedrijf zal te allen tijde maximaal 10% van de NAV bedragen;
– Een belang van het Fonds in een enkele ETF zal te allen tijde niet meer dan maximaal 40% van de Netto Vermogenswaarde bedragen;
(...)
– Het Fonds zal voor de uitvoering van zijn beleggingsbeleid gebruik maken van beursgenoteerde derivaten, zoals opties en futures. Hierbij gelden geen beperkingen.
(…)

3.4 In het Prospectus van 21 december 2018 is onder meer het volgende opgenomen over de risico's (deels in vetgedrukte letters, als hieronder weergegeven):

"**BELANGRIJKE INFORMATIE**
(…)
Met nadruk wordt erop gewezen dat aan deelname in het Fonds financiële risico's voor de Beleggers zijn verbonden en dat de waarde van activa van het Fonds als gevolg van het beleggingsbeleid sterk kan fluctueren. Alvorens te beslissen tot aankoop van Participaties wordt belangstellenden geadviseerd om dit Prospectus zorgvuldig te lezen en kennis te nemen van de integrale inhoud ervan. Vooral wordt verwezen naar de beschrijving van de risico's in Paragraaf 7 van dit Prospectus. Belangstellenden wordt geadviseerd om deskundig advies in te winnen over de risico's van de belegging in de Participaties en tevens hun financieel en fiscaal adviseur te raadplegen. (…)

7.1. Risicoprofiel van de Participant
Participanten worden door de Fondsbeheerder verondersteld dat zij zelfstandig in staat zijn om de risico's van beleggen in het Fonds te kunnen inschatten en deze risico's ook te kunnen dragen. Belegging in het Fonds is voorts niet geschikt en wordt afgeraden voor beleggers die niet beschikken over een vrij beschikbaar vermogen van tenminste EUR 300.000, waarbij het Fonds

deze maatstaf hanteert uitgaande van een belegger die uitsluitend de minimuminleg van EUR 100.000 toezegt. (…)

7.2. Risico's betreffende het beleggingsbeleid
Het Fonds hanteert een beleggingsbeleid en voert transacties voor rekening en risico van het Fonds uit conform beleid dat is gebaseerd op een ontwikkeld beleggingsbeleid gebruikmakend van leverage en een strategie waarin intensief gebruik wordt gemaakt van derivaten. De waarde van de Participaties kan sterk fluctueren en er bestaat geen bewijs dat de rendementsverwachtingen kunnen worden verwezenlijkt door toepassing van het beleggingsbeleid. Behaalde rendementen in het verleden vormen geen garantie voor de toekomst. Zie voor een nadere uiteenzetting daarvan Paragraaf 3 van dit Prospectus.
Er is beperkte ervaring opgedaan met het beleggingsbeleid. Het uitvoeren van het beleid van de Fondsbeheerder (en daardoor het invullen van de verwachtingen van de Participanten die deelnemen in het Fonds) is echter sterk afhankelijk van toekomstige ontwikkelingen in de financiële markten. (…)

3.5 Naar aanleiding van een medio 2018 ingediende vergunningaanvraag heeft de AFM bij brief van 21 december 2018 bericht dat aan SAM een vergunning werd verleend voor het optreden als beheerder van beleggingsinstellingen.

3.6 Het fonds is in maart 2020 sterk in waarde gedaald als gevolg van volatiliteit op beurzen die werd veroorzaakt door ontwikkelingen rond het coronavirus. Voor het fonds bracht de volatiliteit mee dat de koersen van de door het fonds gehouden aandelen sterk daalden, ook die van 'low volatility'-aandelen, en eveneens de waarde van diverse alternatieve beleggingen. Verder had de volatiliteit een negatief effect op de waarde van de optieposities van het fonds en verslechterde de liquiditeit van diverse opties aanzienlijk. Het effect van de volatiliteit werd versterkt doordat het fonds een hefboom van ongeveer 2 had.

3.7 Naar aanleiding van deze omstandigheden heeft SAM het merendeel van de beleggingen van het fonds in de weken na 20 maart 2020 verkocht.

3.8 Op 20 april 2020 is een bijzondere participantenvergadering van het fonds gehouden. Een van de agendapunten was de liquidatie van het fonds. Het besluit tot liquidatie is tijdens deze vergadering aangenomen.

3.9 Overgelegd is een document met essentiële beleggersinformatie (EBI) over het fonds. Daarin is onder meer het volgende opgenomen:

"(…) Doelstellingen en beleggingsbeleid
De doelstelling van het fonds is om op de lange termijn het dubbele rendement te realiseren van wereldwijde aandelenmarkten (wereldindex) met een vergelijkbaar risico van twee keer de wereldindex. Het fonds is om die reden niet aan te merken als een "index hugging" fonds en het rendement zal over het algemeen significant afwijken van de wereldindex.
Het beleggingsbeleid volgt vier bouwstenen: Het fonds belegt ten eerste in een wereldwijd gespreide portefeuille van laag volatiele aandelen en doet dit onder andere via ETF's. Deze aandelen zijn minder beweeglijk en hebben een lager verwacht neerwaarts risico dan de gemiddelde aandelen in de wereldindex. Ten tweede worden op regionale marktindices call opties geschreven. Ten derde worden alternatieve asset categorieën toegevoegd waaronder in dit verband wordt verstaan:

vastgoedfondsen, private equity, high yield obligaties, hedge funds, dividenden en volatiliteit. Ten vierde worden een aantal actief beheerde optiestrategieën toegevoegd.
Vervolgens wordt deze wereldwijd gespreide portefeuille met een variabele/hybride hefboom belegd die gemiddeld factor twee bedraagt.
Het valutarisico wordt door het fonds voor een aanzienlijk deel afgedekt door het gebruik van futures.
De door het fonds ontvangen dividenden en rente, evenals behaalde vermogenswinsten, worden niet uitgekeerd maar herbelegd. (…)
Dit fonds is misschien niet geschikt voor beleggers die van plan zijn hun geld binnen vijf jaar op te nemen.
(…)
Risico- en Opbrengstprofiel
[op een schaal van 1 tot 7, waarbij 7 het hoogste risico en rendement weergeeft, wordt hier 7 vermeld]
(…)
Het risico- en opbrengstprofiel is gebaseerd op vijf jaar historische volatiliteit.
De volgende risico's zijn van wezenlijk belang voor het fonds, maar worden niet adequaat weergegeven door de indicator:
Risico's van algemene Economische en Politieke aard, Marktrisico, Hefboomrisico, Risico Derivaten, Low Volatility risico en Risico van Short Posities.
Voor meer informatie over Risico's verwijzen wij u naar paragraaf 7 "RISICO'S" van het prospectus, verkrijgbaar via de website https://vocfonds.nl/. (…)"

4. Klacht en uitspraak Geschillencommissie

4.1 Consumenten hebben in vier afzonderlijke zaken de Geschillencommissie verzocht SAM te veroordelen tot betaling van schadevergoeding. Consumenten hebben de volgende bedragen aan schadevergoeding gevorderd:
- dossiernr. [nummer 1]: consument 1 ([consument 1]): een bedrag van € 170.855,-;
- dossiernr. [nummer 2]: consument 2 ([consument 2]): een bedrag van € 644.000, en € 357.000,- ten behoeve van het familiefonds;
- dossiernr. [nummer 3]: consument 3 ([consument 3]): € 200.000,-;
- dossiernr. [nummer 4]: consument 4 ([consument 4]): € 98.088,-.

In de klachtformulieren, behalve dat van [consument 3], is vermeld dat consumenten wettelijke rente over deze schadebedragen vorderen.

4.2 De Geschillencommissie heeft de vorderingen in alle vier de zaken op dezelfde gronden afgewezen.

5. Beoordeling van het beroep

(I) In welke zaken is er beroep ingesteld?

5.1 In het pro forma beroepschrift staat dat consumenten beroep instellen in de zaken met dossiernummers [nummer 2] en [nummer 1]. Dit zijn de zaken van (respectievelijk) consument 2 en consument 1. In het aanvullend beroepschrift wordt enkel verwezen naar dossiernummer [nummer 2]. Tijdens de mondelinge behandeling in het beroep gaven

consumenten aan bedoeld te hebben niet alleen beroep in te stellen in de zaken met dossiernummers [nummer 2] en [nummer 1], maar ook in de zaken met dossiernummers [nummer 4] en [nummer 3]. SAM heeft geen bezwaar tegen deze lezing van het beroepschrift. De Commissie van Beroep gaat er daarom van uit dat in alle vier de zaken beroep is ingesteld tegen de uitspraak van de Geschillencommissie van 8 september 2021.

5.2 De Commissie van Beroep begrijpt dat consumenten verzoeken dat SAM alsnog wordt veroordeeld tot betaling van de hiervoor onder 4.1 genoemde bedragen.

(II) Overschrijding van beleggingslimieten?

5.3 Consumenten hebben aangevoerd dat SAM gedurende de looptijd van de overeenkomsten (ten onrechte) beleggingslimieten heeft overschreden. De Geschillencommissie heeft hierover, verkort weergegeven als volgt geoordeeld:

(i) de stukken bevatten geen aanwijzingen dat eerder dan in maart 2020 de limieten zijn overschreden die gelden voor de diverse beleggingscategorieën in het fonds;
(ii) ook in de overschrijding van deze limieten in maart 2020 is geen tekortschieten gelegen, omdat de uitzonderlijke marktomstandigheden als gevolg van het coronavirus SAM voldoende aanleiding gaven voor afwijking van het beleggingsbeleid zoals dat is omschreven in het Prospectus van het fonds (zie nrs. 3.11 t/m 3.13 van de uitspraak van de Geschillencommissie).

5.4 Consumenten klagen erover dat de Geschillencommissie zonder (nader) onderzoek en zonder het stellen van (nadere) kritische vragen niet tot dit oordeel had mogen komen, omdat de stukken wel aanwijzingen bevatten dat SAM te risicovol heeft belegd. Naar de Commissie van Beroep begrijpt, zijn consumenten van mening dat er juist wél aanwijzingen zijn dat er op enig moment (ten onrechte) beleggingslimieten zijn overschreden. Consumenten voeren ter onderbouwing van deze klacht de volgende argumenten aan:

(i) het gerealiseerde verlies in de eerste maanden van 2020 bedroeg 80%. Met een risico van 2 x de wereldindex (volgens consumenten: de norm volgens het Prospectus) betekent dit dat de waarde van de beleggingen met maximaal 40% zou moeten zijn gedaald. Van zulk een waardedaling van 40% van de MSCI World Index is echter totaal geen sprake geweest;
(ii) de ongedekte optieverplichtingen bedroegen volgens de jaarrekening 80 miljoen euro op een eigen vermogen van slechts 30 miljoen euro;
(iii) niet gebleken is dat SAM zich aan het Prospectus heeft gehouden.

Consumenten stellen daarom dat de Geschillencommissie onderzoek had moeten doen naar:

(1) de feitelijk uitgevoerde handelstransacties / trades;
(2) welke interne maatregelen SAM heeft genomen ten aanzien van het managen van de hefboom, in het bijzonder of SAM op tijd heeft ingegrepen om erger te voorkomen; en

(3) hoe de punten (1) en (2) hierboven zich verhouden met het Prospectus en de handelstransacties vanaf februari 2020 (start corona verspreiding) tot medio maart 2020 (wereldwijde lockdown afkondigingen) in het bijzonder.

Consumenten verzoeken de Commissie van Beroep alsnog handelstransacties en ingenomen derivaten posities op te vragen en deze te beoordelen. Consumenten verzoeken bovendien zelf om een kopie van deze handelstransacties.

5.5 De Commissie van Beroep stelt voorop dat het aan consumenten is om aannemelijk te maken dat SAM beleggingslimieten heeft overschreden. Mochten er voldoende aanwijzingen zijn dat dat het geval is, dan kan het op de weg van SAM liggen om een nadere toelichting te geven op (onderdelen van) het door haar gevoerde beleggingsbeleid. Anders dan consumenten veronderstellen, kan de Commissie van Beroep niet zonder meer een eigen onderzoek instellen naar het feitelijke beleggingsbeleid van SAM. Een dergelijke toezichthoudende taak heeft Kifid niet.

5.6 In dit verband wijst SAM nog op het volgende. Een beheerder met een vergunning van de AFM moet een bewaarder (depositary) aanstellen. De taak van de depositary is onder meer om regelmatig te controleren of de beheerder zich houdt aan de beleggingsrestricties zoals opgenomen in het Prospectus. SAM heeft (met instemming van de AFM) CACEIS Bank aangesteld als depositary van het fonds. CACEIS Bank controleerde op dagbasis onder meer of SAM zich als fondsbeheerder hield aan de restricties rondom de hefboom. Zij deed dit aan de hand van directe datafeeds van de brokers van het fonds (ABN AMRO en Interactive Brokers). CACEIS Bank heeft geen afwijkingen geconstateerd tot aan 20 maart 2020. Op die datum werd het besluit genomen om een groot deel van de resterende liquide posities af te bouwen. Dit werd gedaan om een beheerste afbouw van de risico's van de illiquide geworden optieposities mogelijk te maken. Door op deze wijze te handelen werd voorkomen dat posities tegen nog slechtere prijzen moesten worden afgebouwd. Dit heeft met zich gebracht dat het fonds na 20 maart 2020 afweek van haar beleggingsstrategie, zoals SAM ook aan de AFM en de participanten in het fonds heeft gemeld. CACEIS Bank heeft dat vervolgens ook geconstateerd. Ernst & Young (EY) heeft bij haar accountantscontrole van het fonds onder meer de controles van CACEIS Bank betrokken. Het feit dat EY daaromtrent geen opmerkingen heeft gemaakt, wijst erop dat SAM zich aan de beleggingsrestricties heeft gehouden, aldus nog steeds SAM.

5.7 Consumenten hebben een en ander niet (gemotiveerd) betwist. De Commissie van Beroep neemt dus aan dat er toezicht op het door SAM gevoerde beleggingsbeleid is uitgevoerd. Gesteld noch gebleken is dat CACEIS Bank of een andere toezichthoudende instantie (relevante) onregelmatigheden heeft opgemerkt.

5.8 De Commissie van Beroep is van oordeel dat consumenten er niet in zijn geslaagd aannemelijk te maken dat SAM te risicovol heeft belegd door op enig moment (ten onrechte) beleggingslimieten te overschrijden. Er zijn veeleer aanwijzingen dat SAM tot 20 maart 2020 juist geen beleggingslimieten heeft overschreden. Vanaf 20 maart 2020 werden er wel beleggingslimieten overschreden, maar die overschrijdingen waren gelet op de uitzonderlijke marktomstandigheden als gevolg van het coronavirus ook

gerechtvaardigd. De Commissie van Beroep is het dus eens met oordeel van de Geschillencommissie zoals dat verkort is weergegeven in nr. 5.3, hierboven. Bij deze stand van zaken ziet de Commissie van Beroep ook geen reden om nader onderzoek te (laten) doen, aanvullende stukken op te vragen bij SAM en deze aanvullende stukken te (laten) verstrekken aan consumenten. Dit oordeel laat zich als volgt nader onderbouwen.

(a) MSCI World Index

5.9 Consumenten menen dat de omstandigheid dat de verliezen op enig moment groter waren dan twee keer het verlies van de MSCI World Index, een aanwijzing vormt dat er belegd werd met een grotere hefboom dan 2. Omdat SAM voor het fonds volgens consumenten niet mocht beleggen met een grotere hefboom dan 2, is dit volgens consumenten een aanwijzing dat SAM (ten onrechte) een beleggingslimiet heeft overschreden en daarmee te risicovol heeft belegd.

5.10 De Commissie van Beroep verwerpt deze stelling. Anders dan consumenten lijken te veronderstellen, schrijft het Prospectus niet als 'norm' voor dat het risico van het fonds maximaal twee keer dat van de MSCI World Index is, dus dat het fonds maximaal tweemaal zoveel verlies mag maken als de MSCI World Index. Het Prospectus bepaalt immers: "De doelstelling van het Fonds is om op de lange termijn het dubbele rendement te realiseren van wereldwijde aandelenmarkten (wereldindex) met een vergelijkbaar risico van twee keer de wereldindex." Verder blijkt uit het Prospectus dat SAM voor het fonds een actieve beleggingsstrategie volgde. De MSCI World Index werd dus per definitie niet één-op-één gevolgd. Als dat wel het geval zou zijn geweest, was sprake geweest van een passieve beleggingsstrategie. Daarvan was volgens het Prospectus uitdrukkelijk geen sprake. Het Prospectus vermeldt expliciet dat (i) het fonds niet is aan te merken als een "index hugging" beleggingsfonds, (ii) de beleggingsstrategie van het fonds ertoe leidt dat het fonds niet volgens de wereldwijde index belegt, en (iii) het fonds qua rendement aanzienlijk afwijkt van de wereldwijde aandelenmarkten (zie nr. 3.3, hierboven). Zie in deze zin ook het EBI (zie nr. 3.9, hierboven). Zonder nadere toelichting (die ontbreekt) valt niet in te zien hoe de omstandigheid dat de verliezen in het fonds op enig moment groter waren dan twee keer het verlies van de MSCI World Index een voldoende aanwijzing is dat SAM op enig moment te risicovol heeft belegd.

5.11 De hiermee verband houdende stelling van consumenten dat SAM niet mocht beleggen met een grotere hefboom dan 2, gaat ook niet op. Het Prospectus bepaalt dat het fonds door de beleggingscyclus heen streeft naar een gemiddelde hefboom van 2 en dat een hefboom van 2 betekent dat het Fonds 200% van het totale Fondsvermogen belegd heeft. De in het Prospectus vermelde beleggingsrestricties bepalen verder dat belegd mag worden met een maximale leverage van 300%, wat betekent dat "op enig moment maximaal 400% van het totale Fondsvermogen is belegd". Tot slot staat in het Prospectus dat "niet [kan] worden uitgesloten dat deze grens tijdelijk door marktontwikkelingen wordt overschreden" (zie nr. 3.3, hierboven). Het is niet gebleken dat (er aanwijzingen zijn dat) SAM deze grenzen op enig moment (ten onrechte) heeft overschreden.

(b) Optieposities

5.12 Ter onderbouwing van hun stelling dat er aanwijzingen zijn dat SAM (ten onrechte) beleggingslimieten heeft overschreden en dus te grote risico's heeft genomen, verwijzen consumenten ook naar de optieposities die zijn vermeld op de balans van de jaarrekening van het fonds over 2019 (door SAM overgelegd als bijlage bij het verweerschrift in beroep). Hieruit blijkt volgens consumenten dat de ongedekte optieverplichtingen 80 miljoen euro bedroegen op een eigen vermogen van slechts 30 miljoen euro.

5.13 Volgens SAM is deze redenering van consumenten onjuist. De waarde van de op de balans van de jaarrekening vermelde optiepremies zegt volgens SAM weinig tot niets over het risico dat met de posities werd gelopen en over de vraag of die opties al dan niet gedekt waren. Aan de *debetzijde* van de balans vormt de post opties (eind 2019: 81.882.202 euro) de optelling van de premies (marktprijzen) van de door het fonds gekochte put- en callopties. Een gekochte calloptie leidt tot een positieve exposure naar een aandeel of index, terwijl een gekochte putoptie leidt tot een negatieve exposure naar een aandeel of index. Ook aan de *creditzijde* van de balans vormt de post opties (eind 2019: 78.125.825 euro) weer de optelling van de premies (marktprijzen) op dat moment, al geldt hier wat betreft exposure precies het tegenovergestelde: een geschreven calloptie leidt tot een negatieve exposure en een geschreven put optie tot een positieve exposure. Afgezien van deze tegengestelde exposure effecten zegt de hoogte van de premie van een optie niets over het totaal genomen risico en zegt het ook niets over ongedekte verplichtingen. De balans van de jaarrekening van het fonds over 2019 zegt dus niets over het antwoord op de vraag of SAM te risicovol heeft belegd, aldus nog steeds SAM.

5.14 Met deze uiteenzetting, die de Commissie van Beroep juist acht, heeft SAM voldoende inzichtelijk gemaakt waarom de redenering van consumenten op dit punt niet opgaat. De Commissie van Beroep verwerpt daarom de stelling van consumenten dat de omvang van de optieposten zoals vermeld op de balans van de jaarrekening van het fonds over 2019 een aanwijzing vormt dat SAM (ten onrechte) beleggingslimieten zou hebben overschreden en dat daarom aannemelijk is dat SAM te grote risico's zou hebben genomen.

(III) Voorlichting en 'ken uw klant'-plicht

5.15 De Geschillencommissie heeft ten aanzien van de vraag of SAM voldoende voorlichting heeft gegeven over de risico's van het fonds en of zij heeft voldaan aan de 'ken uw klant'-verplichting, als volgt geoordeeld:

(i) SAM heeft aan consumenten voldoende informatie verstrekt waarin de risico's werden beschreven; zij hebben dus kunnen beseffen dat zij met hun belegging in het fonds een aanzienlijk risico liepen (zie nrs. 3.3 en 3.4 van de uitspraak van de Geschillencommissie).
(ii) SAM heeft niet verzuimd een risicoprofiel vast te leggen van consumenten conform art. 4:23 Wft, omdat die wetsbepaling niet geldt voor SAM als beheerder van een beleggingsinstelling. Dit vloeit voort uit art. 1:19 lid 1, aanhef, en sub (a) Wft. Daar staat dat Wft-voorschriften over het verlenen van de (hier relevante) beleggingsdiensten niet gelden

voor de in- en verkoop van participaties in een beleggingsinstelling door de beheerder daarvan (zie nrs. 3.5 en 3.6 van de uitspraak van de Geschillencommissie).

5.16 Consumenten zijn van mening dat de Geschillencommissie onvoldoende acht heeft geslagen op een brief van consument 4, die hij na de mondelinge behandeling bij de Geschillencommissie nog heeft mogen toesturen. In deze brief schrijft consument 4 – kort gezegd – dat hij onvoldoende informatie heeft gekregen over het fonds en de daaraan verbonden risico's en dat SAM daarmee haar zorgplicht jegens hem – als onervaren belegger – heeft geschonden. In hun beroepschrift voeren consumenten verder aan dat '[…] de fondsbeheerder [op basis van de Wft (Bgfo)] een zorgplicht [heeft]. De fondsbeheerder dient zorgvuldig, integer, en met de nodige bekwaamheid te werk te gaan en zich in te zetten voor de belangen van de beleggers. Het stellen dat SAM niet tekortschiet doordat deze plicht niet geldt voor de beheerder van beleggingsinstellingen, is te gek voor woorden en precies waar onervaren beleggers voor beschermd dienen te worden. Het valt niet uit te leggen dat een onervaren belegger geen enkele vorm van bescherming verdient, omdat SAM de beheerder is van het fonds dat zij zelf verkopen. Het feit dat er hier een uitzondering bestaat voor het grote geld is onvoorstelbaar en in strijd met de redelijkheid en billijkheid.'

5.17 SAM heeft hierover aangevoerd dat de investeringen destijds buiten het AFM toezicht vielen. Mede om die reden was de minimale inleg € 100.000,-. Op de website van de AFM staat ook dat wordt aangenomen dat iemand die meer dan € 100.000,- investeert, verstand van zaken heeft om te beoordelen of de investering passend is. De relevante fondsinformatie was wel beschikbaar op de website. Consument 2 heeft zich jegens SAM als een ervaren belegger gepresenteerd. Hij heeft het fonds onder de aandacht van zijn familieleden gebracht. SAM heeft het informatiepakket ter zake van het fonds aan consument 2 toegestuurd en heeft hem gevraagd de informatie onder de aandacht van consument 1 (de vader van consument 2) te brengen omdat consument 1 ook had aangegeven interesse te hebben in deelname. Met de ondertekening van het inschrijfformulier heeft consument 1 te kennen gegeven dat hij kennis heeft genomen van het Informatie Memorandum waarin de risico's van het fonds zijn beschreven. Verder heeft SAM eind november 2017 ten behoeve van consumenten een uitgebreide presentatie gegeven over het beleggingsbeleid van het fonds en de risico's van het beleggen in het fonds. Bij die presentatie was ook consument 4 (de zoon van consumenten 2 en 3) aanwezig. Toen consument 2 in december 2017 te kennen gaf dat consument 4 overwoog om op eigen naam te investeren, heeft SAM aangeraden om goed financieel advies in te winnen.

5.18 Met de Geschillencommissie is de Commissie van Beroep van oordeel dat niet is gebleken dat SAM als beheerder van het fonds aan consumenten onvoldoende informatie heeft verstrekt over de risico's. Consumenten hebben kunnen beseffen dat zij met hun belegging in het fonds een aanzienlijk risico liepen. Ook als juist is dat consument 4 niet aanwezig was bij de presentatie die SAM eind november 2017 heeft gegeven, betekent dat nog niet dat de informatieverstrekking onder de maat is geweest. Consumenten hebben immers niet betwist dat alle relevante documentatie op de website beschikbaar was en dat SAM daarnaast een aantal documenten per e-mail aan consument 2 heeft toegezonden. Het was

vervolgens aan consumenten zich in het informatiemateriaal te verdiepen en desgewenst daarover vragen aan SAM te stellen. Dat de inhoud van het informatiemateriaal ontoereikend was en dat daarin onvoldoende werd gewaarschuwd voor de aanzienlijke risico's die consumenten liepen met de deelname aan dit fonds, is gesteld noch gebleken. Integendeel, de Commissie van Beroep acht aannemelijk dat in het informatiemateriaal potentiële beleggers op adequate wijze zijn geïnformeerd en gewaarschuwd. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

5.19 Het initiële Prospectus uit – naar de Commissie van Beroep begrijpt – 2017 maakt geen deel uit van de stukken die aan de Commissie van Beroep zijn overgelegd. Het Prospectus gedateerd 21 december 2018 maakt wel deel uit van het dossier. Dit Prospectus is door consumenten overgelegd en is dus ook door hen ontvangen. In het Prospectus uit 2018 wordt op diverse plaatsen gewezen op de risico's. Consumenten hebben niet gesteld dat de inhoud van het Prospectus uit 2018 op de hieronder te beschrijven onderdelen in relevante mate afwijkt van het Prospectus uit 2017.

(i) Op de eerste pagina van het Prospectus, onder het kopje 'belangrijke informatie', staat in vetgedrukte letters te lezen dat '[m]et nadruk […] erop [wordt] gewezen dat aan deelname in het Fonds financiële risico's voor de Beleggers zijn verbonden en dat de waarde van activa van het Fonds als gevolg van het beleggingsbeleid sterk kan fluctueren' (zie nr. 3.4, hierboven).
(ii) In paragraaf 7 van het Prospectus wordt gewaarschuwd voor de risico's van het beleggingsbeleid. Hier staat onder meer te lezen dat (a) gebruik wordt gemaakt van leverage, (b) intensief gebruik wordt gemaakt van derivaten, (c) de waarde van Participaties sterk kan fluctueren, (d) er geen bewijs bestaat dat de rendementsverwachtingen kunnen worden verwezenlijkt door toepassing van het beleggingsbeleid, (e) behaalde rendementen in het verleden geen garantie vormen voor de toekomst, (f) er beperkte ervaring is opgedaan met het beleggingsbeleid, en (g) het uitvoeren van het beleid sterk afhankelijk is van toekomstige ontwikkelingen in de financiële markten. Hierbij wordt ook terugverwezen naar paragraaf 3 in het Prospectus over het beleggingsbeleid, waar onder meer te lezen staat dat de "[d]e hefboom (…) enerzijds het rendement [vergroot] maar anderzijds het risico van het Fonds (…)" (zie nrs. 3.4 en 3.3, hierboven).

5.20 In het Prospectus is verder duidelijk aangegeven dat (i) SAM ervan uit ging dat beleggers zelfstandig in staat waren om de risico's van beleggen in het fonds te kunnen inschatten en deze risico's ook konden dragen, en (ii) er een minimuminleg gold van 100.000 euro (zie nr. 3.4, hierboven). Of consumenten al dan niet wilden beleggen in het fonds was hun eigen verantwoordelijkheid, ook als vast zou komen te staan dat zij onervaren beleggers zijn. Desgewenst hadden zij bij een andere partij dan SAM advies kunnen inwinnen over de vraag of beleggen in het fonds al dan niet verstandig was. Die aanbeveling is ook gedaan in het Prospectus. Op de eerste pagina van het Prospectus ('belangrijke informatie') staat in vetgedrukte letters te lezen dat '[b]elangstellenden wordt geadviseerd om deskundig advies in te winnen over de risico's van de belegging in de Participaties en tevens hun financieel en fiscaal adviseur te raadplegen' (zie nr. 3.4, hierboven). De Commissie van Beroep ziet onder deze omstandigheden geen aanleiding om op grond van de redelijkheid en billijkheid en/of de zorgplicht tot het oordeel te komen dat SAM als beheerder van het fonds aan

consumenten meer of andere informatie had moeten verstrekken over de risico's dan zij heeft gedaan.

5.21 Consumenten hebben niet bestreden dat soortgelijke informatie te vinden was in andere, door SAM ten tijde van het sluiten van de overeenkomsten, verstrekte informatie. In dit verband is van belang dat SAM in haar verweerschrift in eerste aanleg citeert uit het EID en uit het 'Infopack' (die aan consument 2 zijn toegestuurd). Uit die citaten blijkt dat consumenten ook in die documenten zijn gewaarschuwd dat sprake was van een risicovol fonds. Verder vermeldt het inschrijfformulier dat de ondertekenaar ervan kennis heeft genomen van de inhoud van het Informatie Memorandum, "met name van de daarin opgenomen beschrijving van de aan het beleggen in het Fonds verbonden risico's en van de beschrijving van de beperkte mogelijkheden van inkoop van de betreffende participaties uit het Fonds". Op grond van dit alles acht de Commissie van Beroep aannemelijk dat er sprake was van adequate voorlichting over de risico's van het fonds.

5.22 De klacht van consumenten dat SAM heeft verzuimd een risicoprofiel op te stellen, is eveneens ongegrond. De Commissie van Beroep is met de Geschillencommissie van oordeel dat SAM niet heeft verzuimd een risicoprofiel vast te leggen van consumenten conform art. 4:23 Wft, omdat die wetsbepaling niet geldt voor SAM als beheerder van een beleggingsinstelling (zie art. 1:19 lid 1, aanhef en sub (a) Wft). Zoals in het Prospectus wordt aanbevolen, hadden consumenten desgewenst bij een financieel adviseur advies kunnen inwinnen over de vraag of beleggen in het fonds al dan niet verstandig was. Een financieel adviseur zou verplicht zijn geweest om een risicoprofiel conform art. 4:23 Wft vast te leggen van consumenten. De Commissie van Beroep ziet geen aanleiding om in dit geval van art. 1:19 lid 1, aanhef en sub (a) Wft af te wijken op grond van de redelijkheid en billijkheid en/of de zorgplicht, ook niet als het vast zou staan dat consumenten onervaren beleggers zijn.

5.23 Gelet op al het bovenstaande zal de Commissie van Beroep de uitspraak van de Geschillencommissie bevestigen.

6. Beslissing

De Commissie van Beroep bevestigt de uitspraak van de Geschillencommissie.