

schadeloosstellingsprocedure waarschijnlijk geen andere rol spelen dan dat deze de hoogte van de onteigende partijen ontvangen vergoedingen die bij het bepalen van hun schade in aanmerking moeten worden genomen, bepaalt. Bij mogelijk door andere partijen die op het ont-eigeningstijdstip geen ten laste van anderen ont-eigende effecten of vermogensbestanddelen bezaten, te pretenderen schadevergoedingsaanspraken, speelt de door de OK bepaalde waarde van die vermogensbestanddelen waarschijnlijk geen rol.

mr. M.W. Josephus Jitta
advocaat te Amsterdam

156

Last onder dwangsom wegens oneerlijke handelspraktijk

College van Beroep voor het bedrijfsleven
31 januari 2023, nr. 22/384,
ECLI:NL:CBB:2023:43
(mr. Verbeek, mr. Stoové,
mr. Van den Heuvel)
Noot mr. V.H. Affourtit

Last onder dwangsom wegens verstrekken van misleidende informatie en onthouden van essentiële informatie aan obligatiehouder. Geen strijd met evenredigheidsbeginsel maar last is te ruim geformuleerd.

[Whc art. 8.8; BW art. 2:24c, 2:389, 6:193c, 6:193d]

Allereerst is aan de orde of de juiste waarderingsgrondslag van de deelnemingen van appellanten is toegepast. Een onjuiste waarderingsgrondslag hoeft niet misleidend te zijn. Het is wel misleidend als het verschil tussen de onjuiste waarderingsgrondslag en de juiste waarderingsgrondslag dusdanig groot is dat het daarmee een feitelijk onjuist, en in dit geval een te positief, beeld geeft. Nu de door appellanten opgegeven financiële waarde te veel afwijkt van de waardering volgens de nettovermogenswaarde, is sprake van onjuiste feitelijke informatie, die daarmee misleidend is.

De garantstelling middels de gehele onderneming in alle deelnemingen biedt dan ook aanzienlijk minder zekerheid dan [appellante 2] heeft doen voorkomen. Dit is essentiële informatie voor de obligatiehouders.

Voorts is in geschil of appellanten duidelijk zijn geweest over waar het geld van die rentebetalingen vandaan is gekomen; van appellanten zelf of van de investeringen. De informatie over de herkomst van deze betalingen is van belang omdat appellanten een te positief beeld hebben gegeven van de financiële positie van [appellante 2]. Appellanten hebben de indruk gewekt op investeerdersbijekomsten dat de investering in [land] geld opleverde, terwijl zij feitelijk zelf in de rentebetalingen voorzagen en er geen geld uit [land] werd ontvangen. Door dit niet bekend te maken aan (potentiële) obligatiehouders en bovendien de suggestie te wekken dat de betalingen wel gedaan werden met rendementen uit de investeringen van [appellante 2] ("er komt geld uit [land] ") zijn zij misleidend. Daardoor hebben zij mogelijk andere beslissingen genomen omtrent deze obligaties dan zij gedaan zouden hebben als zij hadden geweten dat alle betalingen door de moedermaatschappij werden gedaan omdat er geen opbrengsten uit de investeringen in [land] kwamen. Gelet hierop heeft AFM vast kunnen stellen dat appellanten hebben nagelaten essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van [appellante 2]. Hiermee is sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in art. 6:193d lid 1, 2 en 3 BW.

Verder bleek dat appellanten niet voornemens waren om uit eigen beweging over te gaan tot verstrekking van de volledige relevante informatie aan de consumenten en ook niet om gehoor te geven aan een waarschuwing of aanwijzing. Dat betekent dat het opleggen van een last onder dwangsom in dit geval een passend en geschikt middel is. Daarom is er geen strijd met het evenredigheidsbeginsel.

Appellanten stellen dat de reikwijdte van de last veel te ruim is. Het College overweegt dat de term "een ieder" door AFM in de aanhef van de last is gebruikt in verbinding met het bekendmaken van de in de last omschreven informatie op de website van [naam 1]. Nergens heeft AFM gemotiveerd waarom "een ieder" door middel van plaatsing van de informatie op de website van [naam 1] moet worden geïnformeerd. Het is ook niet

consistent met de opvatting van AFM dat appellanten (kunnen) weten aan wie zij de informatie schriftelijk moeten verstrekken, omdat zij weten wie obligaties houdt en lijsten hebben van de bezoekers van bijeenkomsten en weten aan wie schriftelijke updates zijn verstrekt.

Het College vernietigt derhalve de aangevallen uitspraak voor zover daarbij is gehandhaafd dat de informatie via de website van [appellante 1] aan een ieder beschikbaar moet worden gesteld.

Appellanten,

gemachtigden: mr. G.P. Roth en mr. L.B.G. Hillen, tegen

Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM), gemachtigden: mr. A.J. de Heer en mr. M.L. Bating.

(...; red.)

Feiten en omstandigheden

1.1. [appellante 1] is een financiële holding die samen met andere aan haar verbonden groepsmaatschappijen onderdeel uitmaakt van de [appellante 1]-groep. [appellante 1] is een private equity-kantoor dat investeert in “Urban Development” en “Clean Technology” in Europa, de Verenigde Staten en Latijns-Amerika. De [appellante 1]-groep trekt met name gelden aan via de uitgifte van effecten om haar werkkapitaal en dat van de aan haar gelieerde vennootschappen en projecten te financieren. [appellante 1] is enig aandeelhouder en bestuurder van [appellante 2].

1.2. [appellante 2] heeft in mei 2014 door middel van het Memorandum genaamd “[obligatieleening]” uitgegeven. Hiermee heeft de [appellante 1]-groep € 35,3 miljoen aan gelden opgehaald met bedrijfsobligaties, waarbij de minimale omvang € 100.000,- per obligatiehouder is. De uitgifte van deze obligaties blijft daarmee onder de zogenaamde “vrijstellingsregeling” binnen de Wet op het financieel toezicht. Deze vrij verhandelbare obligaties geven recht op een vaste rente, afhankelijk van de looptijd, die varieert tussen de vier en zeven jaar en mogelijk een aanvullende bonusrente. Die rente is afhankelijk van de looptijd en het overschrijden van de zogenoemde hurdle. De hurdle is een drempelbedrag van € 65 miljoen waarboven de opbrengsten vanuit de deelnemingen moeten komen. De bonusrente wordt uitgekeerd na vijf jaar, afhankelijk van beschikbare middelen uit de verwachte “Exit”. De Exit betreft

de verkoop van de portefeuille in de projecten en/of van de deelnemingen. De streefdatum van de Exit is ultimo 2019.

1.3. Appellanten en haar concernrelaties hebben volgens het Memorandum, tussen 2011 en 2014 een strategische portefeuille van deelnemingen opgebouwd in vastgoedondernemingen in [staat], een deelstaat in [land]. Deze deelnemingen zijn tot stand gekomen door middel van een partnership met [onderneming 1] ([onderneming 1]). Zij bezitten projecten in ontwikkeling, waaronder grondportefeuilles en stadsdelen in ontwikkeling. De vastgoedondernemingen waarin [appellante 2] aandelen houdt, zijn [onderneming 2] ([onderneming 2]) en [onderneming 3] ([onderneming 3]). [onderneming 2] heeft vier 100% dochterondernemingen waaronder [onderneming 4] ([onderneming 4]) en [onderneming 5] ([onderneming 5]). [onderneming 2] richt zich op de ontwikkeling en verkoop van 10 fasen van het [project 2]: een 304 hectare grote gebiedsontwikkeling in [plaats 2], gelegen in [staat]. Het doel van [onderneming 2] is tweeledig: voor zeven fasen gaat het om de verkoop van losse kavels aan eindgebruikers, de overige drie fasen richten zich op de verkoop aan projectontwikkelaars. [onderneming 3] richt zich op de ontwikkeling en verkoop van vier fasen van het [project 1]: een gebied van 92 hectare nabij [gemeente], ook in [staat]. Het doel van [onderneming 3] is ook tweeledig: voor twee fasen gaat het om de verkoop van 981 individuele kavels aan de eindgebruikers; de overige twee fasen richten zich op de verkoop aan derden, zoals projectontwikkelaars, zo staat in het Memorandum. Ten tijde van de uitgifte had [appellante 2] aandeelhoudersbelangen van 50% in zowel [onderneming 2] als [onderneming 3]. Het belang in beide entiteiten is in 2018 via een aandelentransactie met [onderneming 1] uitgebreid naar 75%.

1.4. AFM verwijt [appellante 1] dat zij in strijd handelt met artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193c, eerste lid, aanhef en onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het Burgerlijk Wetboek (BW) doordat [appellante 1] feitelijk onjuiste informatie verstrekt en essentiële informatie weglaat die de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen. AFM is op 4 december 2018 een

onderzoek gestart naar de naleving door [appellante 1] van onder meer de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc). Het onderzoek bestond uit een bedrijfsbezoek, een gesprek met de bestuurders en het opvragen en raadplegen van diverse stukken. Op basis van dit onderzoek heeft AFM het voornemen tot lastoplegging en publicatie daarvan aan appellanten ter kennis gebracht. Naar aanleiding van de zienswijze van [appellante 1] is door AFM op 7 december 2020 een definitief feitenrapport opgesteld.

1.5. De bij besluit van 7 december 2020 (het primaire besluit) opgelegde last onder dwangsom bestaat eruit dat [appellante 1] wordt gelast om de overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verband met artikel 6:193c, eerste lid, aanhef en onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het BW te staken door in ieder geval de volgende informatie aan de investeerders juist, volledig, begrijpelijk en ondubbelzinnig schriftelijk te verstrekken en via de website van [appellante 1] aan een ieder beschikbaar te stellen:

1. Een overzicht van de geconstateerde fouten in de jaarrekeningen van [appellante 2] en de aanpassingen die naar aanleiding van deze fouten zijn doorgevoerd, waaronder een overzicht van de verwerking ervan als rechtstreekse mutatie van het eigen vermogen en aanpassingen van de toelichting. Hierbij dient, voor zover van toepassing, de “Mededeling ex artikel 2:362 lid 6 BW”, waarin de fouten zijn hersteld als bijlage te worden toegevoegd;

2. Inzicht geven in de garanties en zekerheden van [appellante 2], waaronder het vermelden waar de garanties en zekerheden uit bestaan en de omvang ervan in euro’s;

3. De omvang van de daadwerkelijke kasstromen van [land] deelnemingen van [appellante 2] vanaf 2017;

4. De omvang van alle inkomende kasstromen welke vanaf 2017 per jaar zijn ontvangen op de bankrekening van [appellante 2] vanuit de [land] deelnemingen van [appellante 2];

5. Een toelichting van welke ontvangen gelden [appellante 2] de afgelopen jaren, in ieder geval vanaf 2017, de rente aan obligatiehouders heeft betaald alsmede de [obligatielening] heeft afgelost, onder vermelding van de omvang van deze rentebetalingen en aflosverplichting in euro’s per jaar;

6. Inzicht geven in de risico’s ten aanzien van de aflossing van [obligatielening].

1.6. Met het besluit van 7 december 2020 is ook bepaald dat wanneer [appellante 1] niet binnen 25 werkdagen na dagtekening van dit besluit aan de last voldoet, zij een dwangsom verbeurt van € 100.000,-. Ook heeft AFM besloten de last openbaar te maken.

1.7. Met haar besluit van 12 mei 2021, waartegen het beroep bij de rechtbank was gericht, heeft AFM de last gehandhaafd, maar een nieuwe begunstigingstermijn gesteld en het openbaarmakingsbesluit opgeschort (bestreden besluit).

1.8. Op de zitting van de voorzieningenrechter van 18 maart 2022 heeft AFM de begunstigingstermijn van de last onder dwangsom wederom opgeschort en het openbaarmakingsbesluit opgeschort tot zes weken na de uitspraak in hoger beroep.

Uitspraak van de rechtbank

2. De rechtbank heeft het beroep van appellanten gegrond verklaard en het bestreden besluit vernietigd voor zover dat betrekking heeft op de heroverweging van lastonderdeel 6 en lastonderdeel 1 laatste zin (“Hierbij dient, voor zover van toepassing, de ‘Mededeling ex artikel 2:362 lid 6 BW’, waarin de fouten zijn hersteld als bijlage te worden toegevoegd”) en voor zover het betrekking heeft op de openbaarmaking van bepaalde tekstgedeelten in het primaire besluit. De rechtbank herroept dezelfde lastonderdelen en de openbaarmaking van bepaalde tekstgedeelten van het besluit van 7 december 2020 en bepaalt dat de uitspraak in de plaats treedt van het vernietigde deel van het bestreden besluit. Daarnaast bepaalt de rechtbank dat de begunstigingstermijn van 25 dagen ingaat op de dag na bekendmaking van de uitspraak. (De uitspraak van de Rechtbank Rotterdam 3 maart 2022, kenmerk ROT 21/2561, is gepubliceerd onder ECLI:NL:RBROT:2022:1561; *red.*).

Beoordeling van het geschil in hoger beroep

De standpunten van partijen

3.1. Appellanten hebben in totaal elf gronden aangevoerd. Appellanten vinden in de eerste plaats dat de rechtbank de uitspraak onvoldoende heeft gemotiveerd (grond I). Verder voeren zij aan dat [onderneming 2] en [onderneming 3] participaties zijn en daarom in de jaarrekening van [appellante 2] tegen actuele waarde gewaardeerd dienen te worden (grond II). In de derde plaats menen

appellanten dat de waardering van de omzet en het eigen vermogen niet te hoog is weergegeven in de jaarrekeningen van 2017 en 2018 van [appellante 2] (grond III). Vervolgens menen appellanten dat in de jaarrekening van [appellante 2] terecht rentevorderingen op [onderneming 5] en [onderneming 4] zijn weergegeven (grond IV). Ook vinden appellanten dat zij niet te rooskleurige informatie over kasstromen hebben verstrekt tijdens de investeerdersbijeenkomsten (grond V). Daarnaast maakt AFM ten onrechte het verwijt dat de activa van [appellante 2] onvoldoende zekerheid bieden (grond VI). In de zevende plaats stellen appellanten dat voor de obligatiehouders de bron van de rentebetalingen helder was (grond VII). Ook vinden appellanten dat de rechtbank ten onrechte heeft geoordeeld dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc (grond VIII). AFM heeft niet kunnen besluiten een last onder dwangsom op te leggen, en te handhaven (grond IX). Als tiende grond stellen appellanten dat de formulering van de last niet duidelijk is (grond X) en ten slotte menen appellanten dat AFM het lastbesluit niet openbaar kan maken (grond XI).

3.2. AFM heeft gemotiveerd verweer gevoerd. Haar stellingen zullen, voor zover nodig, hierna bij de beoordeling van de hogerberoepsgronden worden besproken.

Beoordeling van het hoger beroep van appellanten

4.1. De eerste beroepsgrond van appellanten over de motivering van de uitspraak van de rechtbank, komt bij de bespreking van de overige gronden, voor zover nodig, aan de orde en wordt om die reden niet afzonderlijk besproken.

4.2. Aan appellanten wordt verweten dat zij onrechtmatig hebben gehandeld jegens consumenten, door handelspraktijken te verrichten die misleidend zijn. Volgens AFM is dat een overtreding van artikel 8.8 Whc juncto artikel 6:193b, eerste en derde lid, onder a, juncto artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het BW. Het verwijt is gebaseerd op twee gedragingen. Ten eerste verstrekken appellanten feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie van [appellante 2], waarbij deze te positief is weergegeven. Op basis van deze informatie heeft een gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen die hij anders niet had genomen. Daarmee verrichten zij een mislei-

dende handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, van het BW. Ten tweede laten appellanten de essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van [appellante 2], waaronder de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de [obligatielening]. Dit terwijl de gemiddelde consument deze informatie nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een overeenkomst te nemen. Hiermee is volgens AFM sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, van het BW.

Overtreding 1: feitelijk onjuiste informatie

Participatie of deelneming?

5. Het College stelt voorop dat voor het vaststellen van de eerste overtreding, het feitelijk onjuiste informatie verschaffen, van belang is of [onderneming 2] en [onderneming 3] in de jaarrekeningen van 2017 en 2018 als deelneming of als participatie te kwalificeren zijn. Appellanten zijn van mening dat sprake is van participaties, zodat zij deze ondernemingen terecht tegen de actuele waarde hebben gewaardeerd. AFM stelt echter dat zij als deelnemingen met invloed gekwalificeerd moeten worden en dat zij daarom tegen nettovermogenswaarde gewaardeerd hadden moeten worden en niet tegen de actuele waarde. Volgens AFM zou de nettovermogenswaarde dan waarschijnlijk nihil zijn geweest, gelet op het negatieve eigen vermogen van [onderneming 2] op geconsolideerd niveau. Het College concludeert dat sprake is van deelnemingen en niet van participaties en legt hieronder uit hoe het tot dat oordeel komt. De gronden II tot en met V van appellanten zijn aangevoerd voor het geval dat het College oordeelt dat geen sprake is van participaties, maar van deelnemingen. Appellanten willen hiermee onderbouwen dat de waarde van de [land] ondernemingen niet nihil is. Het College zal de gronden II tot en met V daarom gezamenlijk behandelen. Daarbij beantwoordt het College de vraag of appellanten de juiste waarderinggrondslag hebben toegepast en als dit niet zo is, of de dan onjuiste waarderinggrondslag in dit geval misleidend is.

5.1. Niet in geschil is dat ten tijde van het bestreden besluit appellanten zowel in [onderneming 2] als in [onderneming 3] een belang hadden van in

ieder geval 50% en later zelfs van 75%. Een belang van 20% in het kapitaal van een andere maatschappij roept volgens artikel 2:24c, eerste lid, en artikel 2:389, eerste lid, BW twee wettelijke rechtsvermoedens op. Beide rechtsvermoedens zijn weerlegbaar. Het eerste rechtsvermoeden houdt kort gezegd in dat bij een belang van meer dan 20% sprake is van een deelneming die wordt gehouden ten dienste van de eigen werkzaamheid en die duurzaam is verbonden. Het tweede rechtsvermoeden is dat die deelneming invloed van betekenis meebrengt. Het College zal eerst beoordelen of appellanten erin geslaagd zijn deze twee rechtsvermoedens te weerleggen.

Het eerste rechtsvermoeden (artikel 2:24c, eerste lid, van het BW)

5.2. Naar het oordeel van het College is de kapitaalverschaffing in de [land] ondernemingen [onderneming 2] en [onderneming 3] voor eigen rekening van [appellante 2] geweest en is sprake van duurzame verbondenheid ten dienste van de eigen werkzaamheid van [appellante 2]. [appellante 2] is immers opgericht met als doel het uitvoeren van de [obligatielening] en daarmee om te investeren in de [land] ondernemingen. De opbrengsten uit deze ondernemingen komen toe aan [appellante 2] als aandeelhouder en niet aan de obligatiehouders. Appellanten hebben niet aannemelijk gemaakt dat geen sprake is van kapitaalverschaffing voor eigen rekening teneinde duurzaam verbonden te zijn ten dienste van de eigen werkzaamheden. Zij zijn er dan ook niet in geslaagd het wettelijke rechtsvermoeden te weerleggen, zodat wordt aangenomen dat sprake is van deelnemingen.

Het tweede rechtsvermoeden (artikel 2:389, eerste lid, BW)

5.3. Appellanten hebben zowel in [onderneming 2] als in [onderneming 3] een belang van meer dan 20%. Op grond van artikel 2:389, eerste lid, BW, wordt dan vermoed dat er sprake is van deelnemingen met invloed van betekenis. Het bestaan hiervan kan volgens artikel 2:389, eerste lid, BW worden aangetoond door één of meer van de volgende omstandigheden: bestuursvertegenwoordiging, beleidsbetrokkenheid, onderlinge materiële transacties, onderlinge personele uitwisseling en/of het verschaffen van technische informatie. Om het wettelijk vermoeden te weerleggen zullen appellanten dan ook moeten aantoon-

den dat van de hiervoor genoemde omstandigheden geen sprake is. Appellanten zijn hier niet in geslaagd, omdat in ieder geval niet kan worden aangenomen dat geen sprake is van bestuursvertegenwoordiging, beleidsbetrokkenheid en onderlinge materiële transacties.

Appellanten hebben met name aangevoerd dat [naam 2] geen bestuurder is van de [land] entiteiten, maar hebben dit niet met stukken die zien op de periode 2017-2018 kunnen onderbouwen. [naam 2] wordt bovendien meermaals in het Memorandum genoemd als bestuurder. Gelet hierop kan niet worden aangenomen dat geen sprake is van bestuursvertegenwoordiging. Daarnaast blijkt uit de aandeelhoudersovereenkomst dat [appellante 2] als aandeelhouder over meer zaken dan alleen de winstverdeling kan meebeslissen. Hierom wordt aangenomen dat sprake is van beleidsbetrokkenheid. Het College neemt daarom aan dat sprake is geweest van onderlinge materiële transacties tussen [appellante 2] en [onderneming 2] en [onderneming 3], omdat [appellante 2] een aanzienlijk kapitaal heeft verschaft aan hen.

5.4. Het voorgaande betekent dat appellanten er niet in zijn geslaagd de twee wettelijke rechtsvermoedens te weerleggen, zodat ervan uit moet worden gegaan dat sprake is van deelnemingen met invloed van betekenis. Het College komt daarom niet toe aan een verdere beoordeling van de argumenten van appellanten dat sprake is van participaties. Appellanten hebben een onjuiste waarderingsgrondslag toegepast. Op grond van artikel 2:389, tweede lid, van het BW hadden de deelnemingen in [onderneming 2] en [onderneming 3] tegen nettovermogenswaarde gewaardeerd moeten worden op de balans van [appellante 2] en niet tegen actuele waarde, zoals appellanten gedaan hebben.

Is de onjuiste waarderingsgrondslag feitelijk onjuiste informatie en daarom misleidend?

5.5. Een onjuiste waarderingsgrondslag hoeft naar het oordeel van het College niet misleidend te zijn. Het is wel misleidend als het verschil tussen de onjuiste waarderingsgrondslag en de juiste waarderingsgrondslag dusdanig groot is dat het daarmee een feitelijk onjuist, en in dit geval een te positief, beeld geeft. AFM heeft gesteld dat de nettovermogenswaarde van [onderneming 2] waarschijnlijk nihil is, terwijl appellanten stellen dat dat niet zo is. De nettovermogenswaarde van

[onderneming 3] is niet door AFM onderzocht, zodat het College deze buiten beschouwing zal laten.

5.6. De geconsolideerde jaarrekening van [onderneming 2] van 2017 laat een negatief eigen vermogen zien. Volgens appellanten betekent dit nog niet dat de nettovermogenswaarde waarschijnlijk nihil is. Zij stellen onder meer dat de marktwaarde van de investeringen vele malen hoger ligt dan gesteld door verweerster, namelijk boven de 20 miljoen euro. Appellanten baseren dit onder meer op een door henzelf berekende goodwill. Deze berekening hebben appellanten echter niet voldoende onderbouwd. Het College neemt aan dat [onderneming 2] inderdaad de door appellant genoemde 290 hectare aan gronden in bezit had, gelet op de 3000-verklaring van Adax. Het College kan hieruit echter niet opmaken wat de waarde was van die gronden in 2017 en 2018 en dus of deze voldoende grondslag bieden voor de opgegeven goodwill. Appellanten hebben ook niet op andere wijze inzichtelijk gemaakt waarop de genoemde goodwill is gebaseerd. Voor wat betreft de overeenkomsten uit huurkoop hebben appellanten niet aangetoond dat hieruit voldoende inkomsten gegenereerd kunnen worden.

Appellanten hebben ook niet anderszins aangetoond dat een negatief eigen vermogen kan betekenen dat sprake is van een positieve nettovermogenswaarde. Bovendien hebben appellanten in de concept jaarrekening van [appellante 2] van 2021 een negatief resultaat opgenomen voor [onderneming 2]. Deze omstandigheden maken dat niet gebleken is dat appellanten de financiële situatie van [appellante 2] voor de jaren 2017 en 2018 niet te positief hebben weergegeven. Nu de door appellanten opgegeven financiële waarde te veel afwijkt van de waardering volgens de nettovermogenswaarde, is sprake van onjuiste feitelijke informatie, die daarmee misleidend is.

5.7. Wat appellanten verder nog hebben aangevoerd ten aanzien van de wel of niet overeengekomen renteverplichtingen laat het College buiten beschouwing. Deze verplichtingen zijn achteraf gerepareerd door middel van addenda bij de leenovereenkomsten, zodat in 2017 en 2018 nog geen sprake was van een rentevordering en de gegeven informatie hierover in de jaarrekeningen van 2017 en 2018 dan ook onjuist was.

5.8. AFM heeft gelet op het voorgaande vast kunnen stellen dat appellanten feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie

van [appellante 2] hebben verstrekt, wat een overtreding is van artikel 8.8 van de Whc in samenhang gelezen met artikel 6:193c, eerste lid, onder b, van het BW. Gronden II tot en met V van appellanten slagen niet.

Overtreding 2: nalaten verstrekken essentiële informatie

6. De tweede overtreding die aan appellanten wordt verweten, is dat zij nalaten essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van [appellante 2], waaronder de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de [obligatielening]. De gemiddelde consument heeft deze informatie nodig om een geïnformeerd besluit over een overeenkomst te nemen. Hiermee zou sprake kunnen zijn van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, van het BW.

6.1. Wat betreft de garanties en zekerheden overweegt het College als volgt. Uit het Memorandum (pagina 21) volgt dat [appellante 2] met haar gehele onderneming – en daarmee met haar belang in alle deelnemingen – garant staat voor tijdige betaling van de rente, de retournering van de nominale waarde aan het einde van de looptijd en de uitbetaling van desbetreffende bonusrente en dat hiervoor geen bankfinanciering is aangetrokken. Appellanten stellen hierover dat zij hierbij geen zekerheden hebben geboden en dat zij slechts beoogd hebben om ervoor te zorgen, dat bij gebrek aan een bankfinanciering de vorderingen van obligatiehouders niet achtergesteld zouden zijn ten opzichte van de banken. Het College is van oordeel dat door [appellante 2], omdat zij met haar gehele onderneming en daarmee met haar belang in alle deelnemingen garant staat, deze garantie alleen kan worden gegeven als de waarde van de activa dat dekt, ongeacht of sprake is van een bankfinanciering of niet. Zoals hierboven is overwogen, was de informatie over de activa van [appellante 2], oftewel de deelnemingen in de [land] entiteiten [onderneming 2] en [onderneming 3], feitelijk onjuist. De garantstelling middels de gehele onderneming in alle deelnemingen biedt dan ook aanzienlijk minder zekerheid dan [appellante 2] heeft doen voorkomen. Dit is essentiële informatie voor de obligatiehouders.

6.2. Volgens AFM is de bron van de rentebetalingen aan obligatiehouders niet inzichtelijk. Appellanten ontvangen immers geen inkomsten uit [land], zodat de obligatiehouders ook niet uit de [land] inkomsten worden betaald. Het door AFM waargenomen patroon bij de rentebetalingen en aflossingen is dat er geld vanuit [appellante 1] wordt overgemaakt naar de bankrekening van [appellante 2] en vervolgens vinden er rentebetalingen vanuit [appellante 2] naar obligatiehouders plaats. Appellanten hebben aan de obligatiehouders echter tijdens bijeenkomsten en in rapportages niet vermeld waar de verschillende kasstromen vandaan kwamen. Volgens appellanten moet het voor de obligatiehouders duidelijk zijn geweest dat de rentebetalingen op de obligaties werden voorgefinancierd door [appellante 2] en [appellante 1], omdat zij investeren in de projectontwikkeling. Ook moet duidelijk zijn geweest dat de inkomsten uit de participaties niet naar Nederland zijn gehaald, maar zijn doorgeïnvesteed.

Het College stelt vast dat de obligatiehouders de rentebetalingen hebben ontvangen waar zij recht op hadden. Dat is tussen partijen ook niet in geschil. In geschil is of appellanten duidelijk zijn geweest over waar het geld van die rentebetalingen vandaan is gekomen; van appellanten zelf of van de investeringen in [land]. De informatie over de herkomst van deze betalingen is naar het oordeel van het College van belang omdat appellanten, zoals hierboven reeds aan de orde kwam, een te positief beeld hebben gegeven van de financiële positie van [appellante 2]. Appellanten hebben de indruk gewekt op investeerdersbijeenkomsten dat de investering in [land] geld opleverde, terwijl zij feitelijk zelf in de rentebetalingen voorzagen en er geen geld uit [land] werd ontvangen. Zoals hierboven ook al is overwogen, was de waarde van de [land] ondernemingen [onderneming 2] en [onderneming 3] aanzienlijk lager. Pas vanaf 2020 hebben appellanten in hun financiële verantwoording een minder positief beeld gegeven. Dat is te laat ten aanzien van de gegeven informatie in de jaarrekeningen van 2017 en 2018.

6.3. Appellanten voeren aan dat AFM onduidelijk is over de kwestie welke volgens AFM essentiële informatie is weggelaten. Voor zover AFM dat wel heeft onderbouwd is het nog maar de vraag of dat echt essentiële informatie is in de zin van artikel 6:193d BW. Zo hebben appellanten nooit een garantie gegeven, dus als die al in de informatie zou

ontbreken, is nog steeds geen essentiële informatie weggelaten. De obligatiehouders zijn betaald en afgelost, de informatie over de voor die betalingen door appellanten gebruikte bronnen is niet per se essentiële informatie voor de obligatiehouders. AFM heeft niet aannemelijk gemaakt dat het (economische) gedrag van obligatiehouders is beïnvloed door appellanten. In 2017 en 2018 is slechts één obligatiehouder ingestapt. Bovendien hebben de obligatiehouders ontvangen waar ze recht op hebben dus is er geen schade en geen inbreuk die schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten.

AFM stelt zich op het standpunt dat het voor investeerders het essentiële informatie is om te weten dat de geldstroom tussen [appellante 1] en [appellante 2] wordt gebruikt ter betaling van de rente van de obligatiehouders en de aflossingen. Dat slechts één obligatiehouder is ingestapt in 2017 en 2018 is niet zo relevant. Het gaat erom dat obligatiehouders in die periode mogelijk beïnvloed zijn in hun keuze om de obligatie te houden of van de hand te doen. AFM begrijpt het punt van [naam 1] niet t.a.v. de inbreuk.

Het College is van oordeel dat het voor de obligatiehouders wel degelijk van belang was om te weten wat de bron was van de betalingen die zij ontvingen op hun obligaties. Ook voor potentiële obligatiehouders was het van belang om dat te weten. Ter zitting is gebleken dat alle betalingen die de obligatiehouders hebben ontvangen, zowel de periodieke rentebetalingen als de uiteindelijke aflossingen, voor zover die daadwerkelijk zijn betaald en niet zijn verrekend met de aanschafprijs van andere financiële producten van [naam 1], feitelijk gedaan zijn door de moedermaatschappij. Voor zover de investeringen in [land] vastgoed al enig rendement hebben opgeleverd is dat niet genoeg geweest voor enige betaling aan de obligatiehouders. Door dit niet bekend te maken aan (potentiële) obligatiehouders en bovendien de suggestie te wekken dat de betalingen wel gedaan werden met rendementen uit de investeringen van [appellante 2] (“er komt geld uit [land]”) zijn zij misleid. Daardoor hebben zij mogelijk andere beslissingen genomen omtrent deze obligaties dan zij gedaan zouden hebben als zij hadden geweten dat alle betalingen door de moedermaatschappij werden gedaan omdat er geen opbrengsten uit de investeringen in [land] kwamen.

6.4. Gelet op het voorgaande heeft AFM vast kunnen stellen dat appellanten hebben nagelaten es-

sentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van [appellante 2]. Hiermee is sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het BW. De gronden VI en VII slagen daarom ook niet.

Bevoegdheid opleggen last onder dwangsom en overtreder

7.1. Met de twee gebleken overtredingen is schade toegebracht aan het collectieve consumentenbelang. AFM was daarom bevoegd om een last onder dwangsom op te leggen om de overtredingen te doen beëindigen, omdat de twee verweten gedragingen vast zijn komen te staan en sprake is van een misleidende handelspraktijk (in de zin van artikel 8.8 van de Whc in samenhang gelezen met artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, van het BW) als gevolg van het verstrekken van feitelijk onjuiste informatie en misleidende informatie, omdat sprake is van overtredingen van een wettelijke bepaling welke schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten (artikel 1.1 van de Whc gelezen in samenhang met artikel 2.9 van de Whc).

7.2. AFM heeft naar het oordeel van het College terecht niet alleen [appellante 2], maar ook de moedermaatschappij als overtreder aangemerkt. [appellante 1] is bestuurder en heeft als beheerder en aandeelhouder van [appellante 2] gehandeld. Zij voert actief het management van [appellante 2], heeft het Memorandum opgesteld en verstrekt en verzorgt de informatie aan investeerders, waaronder de houders van de obligaties van [appellante 2]. Zij is daarom handelaar als bedoeld in artikel 193a, eerste lid, onderdeel b van het BW en is aan te merken als mede-aanbieder van de financiële dienst als bedoeld in artikel 1.1, ten tweede, van de Whc. In die hoedanigheden is zij rechtstreeks betrokken bij en medeverantwoordelijk voor de geconstateerde overtredingen en daarom medepleger. Zij is dan ook terecht aangemerkt als overtreder in de zin van artikel 5.1, tweede en derde lid, van de Awb, gelezen in samenhang met artikel 5:32, eerste lid, van de Awb. Beroepsgrond VIII slaagt niet.

De belangenafweging bij het opleggen van de last onder dwangsom

8.1. Appellanten stellen dat AFM een gebrekkige belangenafweging heeft verricht. AFM heeft eerst veel tijd genomen en is zonder open te staan voor een gesprek meteen overgegaan tot het opleggen van een last onder dwangsom. AFM had ook eerst een waarschuwing of een aanwijzing kunnen geven. De doelgroep van [naam 1] heeft een zekere mate van deskundigheid en professionaliteit. Daarbij wijzen appellanten op de minimale inleg van € 100.000,-. [appellante 2] heeft aan haar verplichtingen jegens de obligatiehouders voldaan. Er is geen sprake van een marktfalen waartegen de AFM had moeten optreden. De last onder dwangsom kan ook niet meer tot beëindiging leiden nu iedereen is afgelost.

8.2. AFM stelt dat zij conform haar handhavingsbeleid een last onder dwangsom heeft opgelegd omdat ten tijde van de lastoplegging de overtredingen nog steeds voortduurden. Na het voorstellen hebben appellanten voldoende gelegenheid gekregen een zienswijze te geven. Hieruit volgde dat zij niet voornemens waren om te voldoen aan de eventuele last, omdat ze betwisten dat sprake is van een overtreding.

8.3. Het College overweegt, onder verwijzing naar wat hiervoor al is geoordeeld, dat appellanten hun informatieverplichtingen jegens de obligatiehouders en andere potentiële investeerders niet zijn nagekomen. Daardoor zijn de consumenten misleid. Daarbij heeft het College al betrokken dat appellanten weliswaar aan hun financiële verplichtingen hebben voldaan, zij het voor een niet onbelangrijk deel door de verkoop van nieuwe financiële producten aan obligatiehouders in plaats van aflossing in geld, maar niet uit de aan de consumenten voorgespiegelde bron. Dat neemt niet weg dat appellanten de wet hebben overtreden door misleidende informatie te verstrekken. Zoals hiervoor al geoordeeld is het voor consumenten ook relevant om te weten waar het geld vandaan komt waarmee zij worden betaald als zij hebben belegd in investeringen in vastgoed (uit rendement op die investering of uit andere bron).

8.4. Verder bleek inderdaad dat appellanten niet voornemens waren uit eigen beweging over te gaan tot verstrekking van de volledige relevante informatie aan de consumenten en ook niet om gehoor te geven aan een waarschuwing of aanwijzing. Dat betekent dat het opleggen van een last onder dwangsom in dit geval een passend en ge-

schikt middel is. Het College ziet in de argumenten van appellanten geen aanknopingspunt voor het oordeel dat het opleggen van de last onder dwangsom onevenwichtig is. Daarom is er geen strijd met het evenredigheidsbeginsel.

8.5. Het College stelt verder vast dat ten tijde van het besluit van 7 december 2020 nog niet was begonnen met het aflossen van de obligaties. Ten tijde van het bestreden besluit waren nog niet alle obligatiehouders afgelost. Appellanten hadden nog steeds de relevante informatie niet verstrekt; uiteindelijk is pas ter zitting bij het College ont-huld dat de investeringen in [land] nooit rende-ment hebben opgeleverd waarmee een betaling aan de obligatiehouders is gedaan. Daarom be-stond voor AFM geen reden om bij het nemen van het bestreden besluit tot een andere afweging te komen. Zoals de rechtbank terecht heeft geoor-deeld was sprake van een nog steeds doorlopende overtreding. Ook grond IX kan niet slagen.

De formulering (reikwijdte) van de last

9.1. Appellanten stellen dat de reikwijdte van de last veel te ruim is. Namelijk door in de aanhef te bepalen dat de overtreding moet worden gestaakt door de in de last opgesomde informatie te ver-strekken aan “de investeerders” en te bepalen dat deze informatie via de website van [naam 1] aan “een ieder” beschikbaar moet worden gesteld. Er waren maar 143 obligatiehouders en “de inves-teerders” en “een ieder” is volgens appellanten een veel grotere groep.

9.2. In het primaire besluit heeft AFM gemoti-veerd dat de informatieverstrekking moet worden gericht aan consumenten die hebben geïnvesteerd en/of voornemens zijn te investeren in [appellan-te 2] en in [naam 1] en de met haar verbonden ondernemingen. Deze consumenten heeft AFM samengevat onder de noemer “investeerders”.

Vervolgens heeft AFM nader gemotiveerd dat onder “investeerders” worden verstaan:

- consumenten die de [obligatielening] hebben gekocht en/of voornemens zijn te gaan kopen (obligatiehouders); en/of
- consumenten die door [naam 1] zijn geïnfor-meerd over de (financiële) situatie van [appellan-te 2], bijvoorbeeld tijdens investeerdersbijeen-komsten en via schriftelijke updates.

In het bestreden besluit heeft AFM aanvullend gemotiveerd dat geen ruimere groep van consu-menten is bedoeld dan is vermeld in het primaire besluit. Daaraan heeft AFM toegevoegd dat ap-

pellanten weten wie de obligatiehouders zijn (waarmee degenen zijn bedoeld die daadwerkelijk obligaties hebben gekocht) en dat appellanten beschikken over lijsten van bezoekers die de bij-eenkomsten hebben bezocht.

In het verweerschrift heeft AFM opnieuw gesteld dat de doelgroep feitelijk beperkt is tot de inves-teerders. Daaronder verstaat AFM (1) consumen-ten die de [obligatielening] hebben gekocht en/of voornemens zijn of waren te gaan kopen en (2) consumenten die tijdens investeringsbijeenkom-sten van [naam 1] of via schriftelijke updates door [naam 1] zijn geïnformeerd over de financiële si-tuatie van [appellante 2].

9.3. Met de doelgroep “investeerders” is een rui-mere doelgroep aangeduid dan alleen de obliga-tiehouders. Het College volgt appellanten niet in de stelling dat de doelgroep van de informatie daarmee te ruim is geformuleerd. De misleidende informatie die appellanten verstrekten door mid-del van bijeenkomsten en updates bereikten een ruimere groep aanwezigen en geadresseerden dan alleen de obligatiehouders in de strikte betekenis van houders van een obligatie. De door AFM ge-kozen omschrijving van deze groep als “de inves-teerders” is naar het oordeel van het College dan ook niet te ruim.

9.4. Het College overweegt dat de term “een ieder” door AFM in de aanhef van de last is gebruikt in verbinding met het bekendmaken van de in de last omschreven informatie op de website van [naam 1]. In wezen gaat dit geschilpunt dus om de vraag of AFM terecht verlangt dat de in de last opgesomde informatie niet alleen schriftelijk be-kend wordt gemaakt aan de in de last genoemde doelgroep, maar ook op de website van [naam 1] bekendgemaakt wordt. Dat heeft dan inderdaad als gevolg dat “een ieder” er kennis van kan nemen. Nergens in het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom, het bestreden besluit of het verweerschrift heeft AFM gemotiveerd waarom “een ieder” door middel van plaatsing van de in-formatie op de website van [naam 1] moet wor-den geïnformeerd. Het is ook niet consistent met de opvatting van AFM dat appellanten (kunnen) weten aan wie zij de informatie schriftelijk moe-ten verstrekken, omdat zij weten wie obligaties houdt en lijsten hebben van de bezoekers van bij-eenkomsten en weten aan wie schriftelijke up-dates zijn verstrekt. Daarmee is de gehele door AFM expliciet bepaalde doelgroep te bereiken. Het bestreden besluit is daarom in zoverre in

strijd met het motiveringsbeginsel zoals neergelegd in artikel 7:12, eerste lid, van de Awb. Grond X treft dus doel. De aangevallen uitspraak moet worden vernietigd en het bestreden besluit moet worden vernietigd voor zover daarbij de last onder dwangsom is gehandhaafd voor zover daarbij is gehandhaafd dat de informatie via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar moet worden gesteld.

10. *Finale geschilbeslechting*

10.1. Het hiervoor gebleken motiveringsgebrek is naar het oordeel van het College niet herstelbaar. AFM heeft, zoals hiervoor is geoordeeld, de doelgroep van de informatie correct omschreven. Het College gaat er met AFM van uit dat die doelgroep voldoende bekend is bij appellanten om schriftelijk te worden bereikt. Dat betekent dat ruimere bekendmaking van de informatie niet nodig is om de overtreding te beëindigen. Bekendmaking op de website en daarmee inderdaad potentieel aan “een ieder” kan wel tot reputatieschade leiden bij appellanten en met name bij [naam 1]. Die reputatieschade kan ook financiële gevolgen hebben voor [naam 1] en andere met haar verbonden ondernemingen. Nu de noodzaak tot bekendmaking op de website ontbreekt is de schade die daardoor kan ontstaan onevenwichtig in verhouding tot het doel van de last onder dwangsom. Dat betekent dat de last in zoverre in strijd is met het evenredigheidsbeginsel als bedoeld in artikel 3:4, tweede lid, van de Awb.

10.2. Het College voorziet daarom zelf in de zaak. Het College herroept het besluit van 7 december 2020 tot oplegging van de last onder dwangsom voor zover daarin aan appellanten is gelast de informatie “en via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar te stellen”.

11. Voor het overige blijft de aangevallen uitspraak in stand. Appellanten beroepen zich erop dat inmiddels alle obligaties zijn afgelost en er geen investeerders meer zijn om te informeren. Dat is een omstandigheid die zich pas na het bestreden besluit en uiteindelijk ook pas na de aangevallen uitspraak heeft voorgedaan. Daarom kan deze omstandigheid niet bij de beoordeling van het bestreden besluit of de aangevallen uitspraak worden betrokken. Het neemt niet weg dat het wel van belang is voor de gevolgen van het oordeel van het College over het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom. Daarom geeft het College een oordeel over de uitvoerbaarheid van

de last onder dwangsom als gevolg van zijn uitspraak.

11.1. Appellanten hebben de last nog niet uitgevoerd. Dat hoefden zij ook niet te doen. AFM heeft de begunstigingstermijn namelijk gedurende de gehele procedure opgeschort. De opschorting loopt in ieder geval door tot aan deze uitspraak. Niet in geschil is dat er inmiddels geen obligatiehouders van de [obligatielening] meer zijn. Een deel is uitbetaald. De overige obligatiehouders hebben andere financiële producten gekocht van [naam 1] en hebben de aanschafprijs daarvan verrekend met de aflossing van de [obligatielening]. Het product [obligatielening] bestaat ook niet meer. Er zijn geen nieuwe obligaties uitgegeven door [appellante 2].

11.2. Als gevolg van de inperking van de doelgroep van de last door deze uitspraak is de doelgroep aan wie de in de last omschreven informatie moet worden verstrekt, beperkt tot (potentiële) obligatiehouders van de [obligatielening]. Deze doelgroep bestaat dus niet meer. Er zijn immers geen houders meer van de [obligatielening] en ook geen potentiële obligatiehouders meer omdat de [obligatielening] niet meer bestaat. Er is dus geen overtreding meer die te herstellen valt. De last, voor zover die in stand is gebleven, is dus niet meer uitvoerbaar.

11.3. Voor zover AFM meent dat de last nog steeds kan worden uitgevoerd door de *voormalige* obligatiehouders te informeren valt dat buiten de bewoordingen van de last zoals deze in stand is gebleven door deze uitspraak. Daaronder vallen geen voormalige obligatiehouders na afloop van de obligatie. Het alsnog informeren van de nu voormalige obligatiehouders dient bovendien in beginsel geen doel meer. Zij kunnen geen obligaties meer van de hand doen of een andere actie over de obligaties meer ondernemen. Desgevraagd naar het belang heeft AFM aangegeven dat het bij de voormalige obligatiehouders van de [obligatielening], die zijn uitbetaald, ten aanzien van het belang om aan hen alsnog de juiste en essentiële informatie te verstrekken, mogelijk nog om schadevorderingen zou kunnen gaan. De AFM kan echter niet aangeven welke schade deze uitbetaalde obligatiehouders zouden hebben geleden nu zij hebben ontvangen waar zij recht op hebben. Het College is dan ook van oordeel dat voor deze voormalige obligatiehouders de informatieverstrekking ook geen doel meer dient.

11.4. Ook de obligatiehouders die met de opbrengst uit de [obligatielening] een nieuw product bij [appellante 1] hebben aangeschaft zijn voormalige obligatiehouders die buiten de reikwijdte vallen van de doelgroep van de last. En ook voor hen dient de informatieverstrekking geen doel meer. Deze groep voormalig investeerders heeft immers gekregen waar zij recht op hadden en heeft zelf besloten om het geld waarop zij aanspraak hadden vanuit hun investering in de [obligatielening] te herbeleggen in andere producten van [appellante 1]. AFM heeft wel gesteld dat deze investeerders mogelijk schade zouden hebben geleden, maar heeft geen begin van een onderbouwing gegeven voor deze stelling. Gesteld noch gebleken is dat bij deze producten sprake zou zijn van overtredingen. Bovendien valt het informeren van deze groep voormalig investeerders ook buiten de reikwijdte van de opgelegde last, omdat de last zich daarmee zou uitstrekken naar andere producten van [appellante 1] dan [obligatielening]. Het gegeven dat deze investeerders zijn misleid omtrent de opbrengsten van de deelnemingen in [land] betekent niet dat zij alleen daarom specifiek gewaarschuwd moeten worden over andere producten van [appellante 1]. Hetzelfde geldt voor de groep van potentiële kopers van producten van de groep van [appellante 1] die geen voormalige obligatiehouders zijn, maar wel informatie hebben ontvangen over de [obligatielening] op investeerdersbijeenkomsten.

11.5. Al met al betekent het voorgaande dat er geen overtreding meer is om te herstellen waardoor de last onuitvoerbaar is geworden.

Het besluit tot openbaarbaarmaking

12. Appellanten stellen zich in essentie op het standpunt dat AFM een onzorgvuldige belangenafweging heeft verricht, vooral ook omdat [naam 1] als geheel wordt aangesproken en niet alleen [appellante 2]. De openbaarbaarmaking is volgens appellanten onevenredig vanwege de mogelijke reputatieschade die zij daardoor leiden, in verhouding tot het ermee gediende doel om de markt te informeren.

AFM stelt zich op het standpunt dat zij openbaar kan maken als zij een wachttijd van twee weken hanteert en voordat het besluit onherroepelijk is of dwangsommen zijn verbeurd. In het kader van de lopende procedure heeft AFM vooralsnog niet openbaargemaakt, maar dat neemt niet weg dat ze die bevoegdheid nog wel heeft. Die is niet verval-

len door het vrijwillig instemmen met het wachten met publiceren vanwege de lopende procedure. Gezien de ernst van de overtreding van de Whc, de belangen van de consumenten en de algemene belangen van het door AFM uit te oefenen toezicht op de Whc, is openbaarbaarmaking in dit geval passend en geboden. Eventuele reputatieschade voor appellanten is voor AFM geen reden om af te zien van openbaarbaarmaking.

Het College overweegt dat op grond van artikel 3.4a, derde en vierde lid, van de Whc in verbinding met artikel 2.23 van de Whc, AFM de bevoegdheid heeft om een beschikking omtrent het opleggen van een last onder dwangsom openbaar te maken. Het waarschuwen van de markt uit een oogpunt van generale preventie is een doel waarvoor de openbaarbaarmaking een geschikt en noodzakelijk middel is. AFM mag dit belang bij het openbaarbaarmaken van het besluit tot het opleggen van de last onder dwangsom zwaarder laten wegen dan het belang van appellanten om niet tot openbaarbaarmaking daarvan over te gaan. Aan het gegeven dat inmiddels de obligaties volledig zijn afgelost, [appellante 2] geen financiële producten meer heeft en dat [naam 1] reputatieschade kan lijden, komt geen doorslaggevende betekenis toe. Daar-tegenover staat namelijk de ernst van de overtreding en het belang dat de markt wordt gewaarschuwd dat tegen misleiding van consumenten zoals die in dit geval door beide appellanten gezamenlijk is gepleegd, handhavend wordt opgetreden. De openbaarbaarmaking is daarom niet onevenwichtig. Er is daarom geen strijd met het evenredigheidsbeginsel als bedoeld in artikel 3:4, tweede lid, van de Awb.

Slotsom

13. Het College vernietigt de aangevallen uitspraak en het bestreden besluit voor zover daarbij is gehandhaafd dat de informatie via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar moet worden gesteld. Het College voorziet zelf in de zaak door het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom van 7 december 2020 te herroepen voor zover daarin aan appellanten is gelast de informatie “en via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar te stellen”. Voor het overige wordt de aangevallen uitspraak bevestigd. Dat betekent dat het bestreden besluit voor het overige in stand blijft. Dat betreft dus zowel het handhaven in bezwaar van de last onder dwangsom als de openbaarbaarmaking

daarvan door AFM. Het College stelt vast dat er inmiddels geen overtreding meer is om te herstellen, zodat de opgelegde last onuitvoerbaar is geworden.

14. Het College veroordeelt AFM in de door appellanten gemaakte proceskosten. (...; *red.*).

Beslissing

Het College

- vernietigt de aangevallen uitspraak voor zover daarbij is gehandhaafd dat de informatie via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar moet worden gesteld;
- vernietigt het bestreden besluit van 12 mei 2021 voor zover daarbij is gehandhaafd dat de informatie via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar moet worden gesteld;
- herroept de besluiten van 7 december 2020 voor zover daarin aan appellanten is gelast de informatie “en via de website van [appellante 1] (Website) aan een ieder beschikbaar te stellen”;
- bevestigt de aangevallen uitspraak voor het overige;
- draagt AFM op het betaalde griffierecht van (...; *red.*) aan appellanten te vergoeden;
- veroordeelt AFM in de proceskosten van appellanten (...; *red.*).

NOOT

1. Deze uitspraak ziet op de publiekrechtelijke handhaving van privaatrechtelijke normen. Deze normen en daarbij behorende bewijsvermoedens vormen de basis voor het opleggen van een last onder dwangsom met de verplichting privaatrechtelijke wederpartijen van juiste informatie te voorzien. Althans: een verplichting die feitelijk niet hoeft te worden uitgevoerd – zie hierna. Hoewel door publicatie van de last onder dwangsom, de nodige media-aandacht én een niet-geanonimiseerd vonnis van een civiele rechter de identiteit van appellanten op zich bekend is, respecteer ik de anonimisering door het CbB en zal ik appellanten respectievelijk de “Moeder” en de “Dochter” noemen.

2. De Dochter heeft vanaf mei 2014 obligaties uitgegeven ten behoeve van vastgoedinvesteringen in Brazilië. De obligaties kenden een minimale inleg van € 100.000 per obligatiehouder en hadden looptijden van vier tot zeven jaar. Op de obligaties zou een vaste rente worden betaald die,

afhankelijk van de gekozen looptijd, varieerde van 6,6% tot 8,73% per jaar. De obligaties stonden op naam, maar waren vrij overdraagbaar. Volgens het primaire besluit van de AFM hadden op 4 december 2018 177 beleggers voor ruim € 34 miljoen geïnvesteerd. De vastgoedportefeuille zat in diverse ondernemingen waarin de Dochter via twee vennootschappen een aandelenbelang had. Aanvankelijk was het belang van de Dochter 50%, in 2018 is dit uitgebreid tot 75% in beide vennootschappen. Het streven was om eind 2019 de investeringen in de vastgoedprojecten of de aandelenbelangen te verkopen.

3. De AFM was van mening dat de Moeder – het CbB spreekt in r.o. 4.2 en 7.2 over appellanten, maar voor zover ik heb kunnen achterhalen is alleen de Moeder door de AFM als overtreder aangemerkt en is de Dochter slechts belanghebbende – onjuiste informatie aan investeerders had gegeven over de financiële situatie van de Dochter. Consumenten hebben op basis daarvan volgens de AFM een besluit om een obligatie te kopen genomen of kunnen nemen dat zij anders niet zouden hebben genomen. Daarnaast zou de Moeder hebben nagelaten essentiële informatie aan investeerders te verstrekken over de financiële situatie van de Dochter, waaronder over de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de obligaties. Daarmee zou de Moeder hebben gehandeld in strijd met art. 6:193c lid 1 aanhef en onder b BW en art. 6:193d lid 1 tot en met lid 3 BW. Dit leidde ertoe dat zij zich in de ogen van de AFM schuldig heeft gemaakt aan een misleidende handelspraktijk en daarmee aan een oneerlijke handelspraktijk (art. 6:193b lid 3 aanhef en onder a BW). Een oneerlijke handelspraktijk is niet alleen in civielrechtelijke zin onrechtmatig jegens een consument (art. 6:193b lid 1 BW), ook is sprake van een overtreding van art. 8.8 van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc). Wanneer een dergelijke overtreding schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten, kan de AFM daartegen optreden, onder meer door het opleggen van een last onder dwangsom (art. 3.4 lid 2 aanhef en onder c jo. art. 1.1 Whc). Daarvoor bestond in dit geval volgens de AFM aanleiding, omdat de gemiddelde consument de hiervoor bedoelde informatie nodig had om een geïnformeerd besluit over het kopen van de aangeboden obligaties te nemen.

Bij besluit van 7 december 2020 heeft de AFM daarom een last onder dwangsom opgelegd, waarbij de Moeder werd opgedragen binnen 25 dagen de verstekte feitelijk onjuiste informatie te corrigeren en alle essentiële informatie alsnog te verstrekken. Bij niet naleving van de last zou de Moeder een dwangsom van € 100.000 ineens verbeuren. Het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom zou bovendien worden gepubliceerd.

4. De doorwerking van het civiele recht in deze publiekrechtelijke procedure reikt nog verder. De overtreding die volgens de AFM bestond in het verschaffen van feitelijk onjuiste informatie zag namelijk op de waardering van de twee vennootschappen waarin de vastgoedinvesteringen zaten en waarin de Dochter een aandelenbelang van uiteindelijk 75% had. Moeder en Dochter stelden dat sprake was van participaties, zodat de ondernemingen tegen de actuele waarde moesten worden gewaardeerd. Volgens de AFM daarentegen betrof het deelnemingen met invloed, welke om die reden tegen de netto vermogenswaarde in de jaarrekeningen van de Dochter over 2017 en 2018 hadden moeten worden gewaardeerd. Die netto vermogenswaarde zou volgens de AFM dan waarschijnlijk nihil zijn geweest, gelet op het negatieve eigen vermogen van een van de deelnemingen. Op basis van twee rechtsvermoedens had de AFM daarbij in beginsel het gelijk aan haar zijde: (1) bij een belang van meer dan 20% wordt vermoed sprake te zijn van een deelneming, dus het voor eigen rekening verschaffen van kapitaal aan een rechtspersoon met het doel ten dienste van de eigen werkzaamheden duurzaam met die rechtspersoon verbonden te zijn (art. 2:24c lid 1 BW) en (2) een dergelijke deelneming wordt vermoed invloed van betekenis mee te brengen (art. 2:389 lid 1 BW).

5. In het kader van publiekrechtelijke handhaving rust de bewijslast van de overtreding in beginsel op het bestuursorgaan. Het werken met rechtsvermoedens stuit echter niet op bezwaren, mits het mogelijk is om tegenbewijs te leveren (CBb 22 december 2009, ECLI:NL:CBB:2009:BL0770). Dit kan, gelet op de onschuldpresumptie, anders zijn bij punitieve sancties, maar daarvan is hier geen sprake. Het CBb overweegt dat Moeder en Dochter er in deze casus niet in zijn geslaagd beide rechtsvermoedens te weerleggen. Om die reden heeft de AFM volgens het CBb terecht vastgesteld dat de deelnemingen van de Dochter

tegen de netto vermogenswaarde hadden moeten worden gewaardeerd op de balans van de Dochter (art. 2:389 lid 2 BW).

6. Daarmee is de kous nog niet af, want een onjuiste waarderingsgrondslag hoeft naar het oordeel van het CBb nog niet misleidend te zijn. Daarvan is volgens het CBb alleen sprake als het verschil tussen de beide waarderingsgrondslagen dusdanig groot zou worden dat daarmee feitelijk een onjuist beeld wordt geschetst. Dat is volgens het CBb het geval, zodat de eerste overtreding is komen vast te staan.

7. De tweede overtreding hangt sterk samen met de eerste: doordat de informatie over de waarde van de activa van de Dochter, dus de deelnemingen in de twee ondernemingen, feitelijk onjuist was, bood de garantstelling die in de informatie voor investeerders werd opgenomen onvoldoende zekerheid voor de betaling van rente en terugbetaling van de nominale waarde van de obligaties. Iets vergelijkbaars gold voor de rentebetalingen die aan investeerders in het vooruitzicht waren gesteld. Doordat uit de deelnemingen geen inkomsten kwamen die konden worden gebruikt voor de rentebetalingen, werden deze voldaan uit financiering door de Moeder. Hier had volgens de AFM en het CBb extra informatie moeten worden verstrekt.

8. De argumenten van appellanten tegen de vastgestelde overtreding en de bevoegdheid tot het opleggen van een last onder dwangsom slagen alle niet. Appellanten scoren wel een punt ten aanzien van de reikwijdte van de last. Volgens de AFM moest alsnog juiste, volledige, begrijpelijke en ondubbelzinnige schriftelijke informatie worden verstrekt over – kort gezegd – de geconstateerde fouten in de jaarrekeningen van de Dochter, de garanties en zekerheden van de Dochter, de omvang van de kasstromen van de deelnemingen van de Dochter, de herkomst van de rentebetalingen en aflossingen, etc. (zie uitgebreide de opsomming in r.o. 1.5). Deze zou moeten worden toegezonden aan de investeerders, zijnde zowel de obligatiehouders als anderen die de misleidende informatie hadden ontvangen. Dit lijkt me terecht: een last onder dwangsom strekt ertoe een overtreding ongedaan te maken. De overtreding bestond eruit dat aan deze ruime groep misleidende informatie was vertrekt, dus het alsnog juist en volledig informeren van dezelfde groep draagt bij aan het ongedaan maken van de overtreding. De AFM eiste echter ook dat

de informatie tevens aan een ieder ter beschikking werd gesteld door plaatsing ervan op een website. Het CBb overweegt dat de AFM niet heeft gemotiveerd waarom, naast de ontvangers van de misleidende informatie, ook anderen – “een ieder” – kennis zou moeten nemen van de informatie. Ook dit lijkt me juist: de AFM heeft haar bevoegdheid overschreden door de last een ruimere strekking te geven dan nodig is ter beëindiging van de overtreding. De last is daarmee bovendien onevenredig bezwarend, omdat de geadresseerde van de last zou worden gedwongen zichzelf in ruimere kring dan noodzakelijk te belasteren. In praktisch opzicht maakt dit laatste echter weer minder uit, omdat het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom door de AFM wordt gepubliceerd op de eigen website.

9. Interessant is nog wel dat aan de last en aan het voornemen tot publicatie ervan tot aan het moment van de uitspraak van het CBb geen gevolg was gegeven. De termijn om te voldoen aan de last onder dwangsom was aanvankelijk 25 dagen na dagtekening van het primaire besluit, terwijl in het primaire besluit werd aangekondigd dat publicatie zou plaatsvinden 14 dagen na bekendmaking ervan. Beide termijnen zijn een aantal maal opgeschort, zodat de begunstigingstermijn niet is gaan lopen voor de uitspraak van het CBb en ook geen publicatie van de last onder dwangsom had plaatsgevonden. Op dat moment waren alle obligaties al afgelost. De vraag is wat dit betekent voor de geldigheid van de last onder dwangsom, de verlangde informatieverstrekking aan investeerders en de publicatie van het besluit van de AFM.

10. Voor het besluit tot oplegging van de last onder dwangsom betekent de aflossing van de obligaties niets. De bestuursrechter toetst de beslissing op bezwaar op basis van het recht en de feiten van toen. In dit geval had de aflossing van de obligaties kennelijk nadien plaatsgevonden en zelfs na de uitspraak van de rechtbank. Met uitzondering van de correctie van de reikwijdte van de last, blijft de last onder dwangsom dan ook in stand.

11. Wel overweegt het CBb dat de aflossing van de obligaties meebrengt dat er niemand meer is die valt binnen de doelgroep van de last: door de aflossing zijn er geen obligatielening, geen obligatiehouders en geen potentiële obligatiehouders meer, alleen nog voormalige obligatiehouders. Tot het juist informeren van voormalige

obligatiehouders strekte de last echter niet, terwijl het informeren van deze groep volgens het CBb ook geen enkel doel dient. De AFM had ook niet onderbouwd dat de voormalige obligatiehouders door de misleidende informatie schade zouden hebben geleden. Hoewel de last onder dwangsom in stand blijft, was er ten tijde van de uitspraak van het CBb geen overtreding meer die te herstellen viel. De last was daarmee onuitvoerbaar geworden. De Moeder hoeft dus niemand aan te schrijven en zal geen dwangsommen kunnen verbeuren.

12. Tot slot de publicatie. Volgens het CBb maakt het aflossen van de obligaties niet dat het besluit tot het opleggen van de last onder dwangsom niet kan worden gepubliceerd. Voor het waarschuwen van de markt uit een oogpunt van generale preventie is publicatie van het besluit naar het oordeel van het CBb geschikt en niet onevenredig. Dit lijkt op het eerste gezicht niet onbegrijpelijk als ook hier als uitgangspunt wordt genomen dat ter toetsing het besluit tot publicatie voorligt zoals dat bij beslissing op bezwaar op basis van de toen voorliggende feiten en omstandigheden is gehandhaafd. Echter, zowel in bezwaar, in beroep als in hoger beroep heeft de AFM de begunstigingstermijn en de publicatie opgeschort. Ik zou menen dat de AFM daarmee in beroep en hoger beroep de beslissing op bezwaar heeft gewijzigd, welke besluiten op grond van art. 6:19 Awb moeten worden betrokken bij de uitspraak. In formele zin lijkt er daarmee geen belemmering om de aflossing van de obligatielening bij de beoordeling te betrekken. Van belang bij die beoordeling is dat het in dit geval gaat om een bevoegdheid tot het publiceren van een sanctiebesluit, niet om een verplichting daartoe. Doordat de last onuitvoerbaar is geworden, zullen degenen die primair werden beschermd door de overtreden voorschriften niet meer worden geïnformeerd. Het informeren van deze groep is volgens het CBb niet alleen onmogelijk door de strekking van de last, maar zou zelfs geen enkel doel dienen. Het belang van generale preventie staat dus in deze zaak, althans ten tijde van de uitspraak van het CBb, volledig op zichzelf. Gelet op het feit dat de AFM dit belang kennelijk niet zo zwaar vond wegen dat zij al eerder tot publicatie is overgegaan, had het oordeel, dat publicatie, ondanks de onuitvoerbaarheid van de last en het ontbreken van enige aanwijzing dat een voormalige obligatiehouder schade heeft geleden, niet

onevenredig is, wel wat meer onderbouwing verdiend.

13. Voor de volledigheid wijs ik nog op de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Amsterdam van 9 februari 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:1020, waarin de vordering van appellanten om het persbericht en besluit tot oplegging van de last onder dwangsom van de website van de AFM te verwijderen, is afgewezen.

mr. V.H. Affourtit
advocaat bij Houthoff in Amsterdam

157

Bestuurlijke boete wegens oneerlijke handelspraktijk

College van Beroep voor het bedrijfsleven
28 maart 2023, nr. 21/411,
ECLI:NL:CBB:2023:157
(mr. Verbeek, mr. Stam, mr. Ludwig)
Noot mr. R.P.A. Kraaijeveld en
mr. ing. J. Waalkens-Bessems

Onerlijke handelspraktijk bij aanbieden van telefoonabonnementen. Misleidende omissie omtrent eenmalige kosten. Geen reden voor omzetgerelateerde boete gezien mate van ernst van overtreding. Motivering van boetehoogte ontbreekt.

[Whc art. 2:9, 2.10, 2.15 lid 1, 8.8; BW art. 6:193c lid 1, aanhef en onder b, 6:193d, 6:193e, aanhef en onder a en c]

Het mag geen automatisme zijn om bij overtreders met een hoge omzet steeds te kiezen voor een basisboete tussen 0,75% en 7,5% van de op basis van art. 2.5 Boetebeleidsregel te bepalen jaaromzet. De op te leggen boete dient ACM immers op grond van art. 2.10 Whc en zoals art. 2.2 van die Beleidsregel ook vermeldt, af te stemmen op de ernst van de overtreding, de omstandigheden waaronder de overtreding is gepleegd en de duur van de overtreding. ACM dient eerst deze factoren te bepalen als zij de hoogte van een op te leggen boete vaststelt. Pas als ACM tot het oordeel komt dat binnen een boetecategorie van

art. 2.15 Whc met het maximumbedrag geen boete kan worden opgelegd die recht doet aan de overtreding, mede gelet op de omzet en de daaruit voortvloeiende draagkracht van de te beboeten rechtspersoon, kan ACM kiezen voor een omzetgerelateerde boete. Die keuze moet ACM draagkrachtig motiveren.

Tegen deze achtergrond is het College van oordeel dat ACM meer maatwerk had moeten leveren met betrekking tot de boetehoogte, afgezet tegen de ernst van de overtredingen. De hiervoor bedoelde motivering ontbreekt namelijk. ACM heeft onmiddellijk naar de omzetgerelateerde boete gegrepen op grond van de omzet van KPN. Daarnaast kan de boete ook niet in stand blijven op het door de rechtbank vastgestelde bedrag omdat maar één van de eraan ten grondslag gelegde overtredingen standhoudt. Voor het bepalen van de ernst daarvan beoordeelt het College de aanbieding van de abonnementen in zijn geheel. Vaststaat dat later in het bestelproces alsnog op de eenmalige kosten werd gewezen. Dat maakt de overtreding minder ernstig dan wanneer daarop pas helemaal aan het einde van het bestelproces, of helemaal niet, wordt gewezen. Dat betekent dat er geen reden is om voor deze overtreding een omzetgerelateerde boete op te leggen.

KPN BV (KPN),
gemachtigde: mr. S.M.C. Nuijten
tegen
Autoriteit Consument en Markt (ACM),
gemachtigden: mr. A. El Baghdadi, mr.
W.L.C. Kuks en mr. C. Vermeulen.

(...; red.)

Grondslag van het geschil

1.1. Deze zaak gaat over een bestuurlijke boete die ACM heeft opgelegd aan KPN als telecomaanbieder. Volgens ACM heeft KPN zich schuldig gemaakt aan oneerlijke handelspraktijken bij het doen van aanbiedingen aan consumenten op websites. Voor een uitgebreide weergave van het verloop van de procedure, het wettelijk kader en de in dit geding van belang zijnde feiten en omstandigheden, voor zover niet bestreden, wordt verwezen naar de uitspraak van de rechtbank. Het College volstaat met het volgende.

1.2. In het Burgerlijk Wetboek (BW) is een regeling opgenomen om consumenten te beschermen tegen oneerlijke handelspraktijken. Onerlijke