

casus vertoont trekken van een dergelijke verwording. De vennootschap zou na verkoop van het pand zijn ontbonden, waarna uitkeringen zijn gedaan en de vennootschap bij wijze van turboliquidatie zou zijn geliquideerd. Daarvan is opgave gedaan bij het handelsregister. Niet lang daarna zijn er kennelijk baten opgekomen en is de opgave van de ontbinding bij het handelsregister ingetrokken (r.o. 3.15-3.25).

9. De grammaticale analyse van de akte in de uitspraak had naar mijn mening meer toegespitst dienen te zijn op de verwachtingen van de commandieten in een beleggingsfonds als het onderhavige. De onderbouwing van het voor deze noot, wellicht ook voor de gehele uitspraak, meest saillante punt, namelijk de noodzaak van een unaniem besluit voor de vervanging van de beherende vennoot, is vrijwel uitsluitend tekstueel (r.o. 5.5). De aangevoerde argumenten zijn op zich niet zonder betekenis. Maar ik zou menen dat de verwachtingen van de commandieten bij een beleggingsfonds met meer dan 300 participanten niet beantwoorden aan het normaaltype (commanditaire) vennootschap waar de argumentatie op is toegesneden. De uitspraak besteedt evenmin aandacht aan de taakuitoefening van de beherende vennoot. Deze behoort te allen tijde te handelen in het belang van de vennootschap, dat wil zeggen "in het gezamenlijke belang van de vennoten, dus zowel de beherend als de commanditaire vennoten" (HR 22 september 2017, «JOR» 2017/285, m.nt. Blanco Fernández (*Bastion De Leede*)). Ook dat is een omstandigheid die mogelijk gewicht in de schaal had moeten leggen bij de vaststelling van de legitieme verwachtingen van de vennoten onder de akte. Het is niet de meest voor de hand liggende uitleg van de akte dat in een beleggings-cv elke commandiet een vetorecht heeft, ook in geval van onbehoorlijke taakvervulling van de beherende vennoot.

mr. J.M. Blanco Fernández
advocaat te Amsterdam

167

Toepassing van bestuurlijke lus bij tegenstrijdige rechterlijke oordelen over waarderingsgrondslag in jaarrekeningen

Rechtbank Rotterdam
15 januari 2026 en 14 april 2026, nrs. ROT
24/3270 en ROT 25/7226,
ECLI:NL:RBROT:2026:185 en
ECLI:NL:RBROT:2026:4303
(mr. Van Velzen, mr. Ferwerda, mr. Douwes)
Noot mr. V.H. Affourtit

AFM maakt geen gebruik van gelegenheid om gebrek in bestreden besluiten te herstellen. Geen sprake van zeer bijzonder geval dat maakt dat rechtbank moet terugkomen van haar tussenuitspraak. Vernietiging van bestreden besluiten. Vervolg op CBb 31 januari 2023, «JOR» 2023/156, m.nt. Affourtit en verband met Hof Amsterdam 11 juli 2023 «JOR» 2023/212, m.nt. Doets en Hof Amsterdam (OK) 10 augustus 2023, «JOR» 2023/235, m.nt. Nass.

[Awb art. 8:51a lid 1, 8:80a]

In de tussenuitspraak oordeelt de rechtbank dat de AFM niet heeft toegezegd het last- en publicatiebesluit in volle omvang te heroverwegen en dat de beschikking van Hof Amsterdam (OK) 10 augustus 2023, «JOR» 2023/235, m.nt. Nass, geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid is.

Ook oordeelt de rechtbank dat de weigering van de AFM om van het last- en publicatiebesluit terug te komen evident onredelijk is, omdat de OK in haar beschikking een ander standpunt inneemt dan de AFM over een cruciaal onderdeel van de overtredingen waarop het last- en publicatiebesluit hoofdzakelijk is gebaseerd. De OK oordeelt namelijk dat de [buitenlandse] belangen in de jaarrekening 2021 van eiseres 2 participaties zijn, die op basis van de actuele waarde moeten worden gewaardeerd, omdat er bij deze belangen van begin af aan een exitstrategie is geweest. Het oordeel van de OK kan volgens de rechtbank niet anders dan tot de conclusie leiden dat de [buitenlandse] belangen ook in de periode waarover het

last- en publicatiebesluit gaat (de jaarrekeningen 2017 en 2018) als participaties moeten worden aangemerkt. Dit betekent dat de in het last- en publicatiebesluit vastgestelde overtredingen, voor zover die zijn gebaseerd op de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen als deelnemingen in plaats van participaties, geen stand kunnen houden.

De AFM heeft de rechtbank meegedeeld dat zij het niet eens is met de tussenuitspraak. In dat verband heeft de AFM uiteengezet dat zij niet ziet hoe zij aan deze opdracht van de rechtbank om het gebrek te herstellen gevolg kan geven zonder aan haar standpunten afbreuk te doen, terwijl die standpunten naar haar overtuiging rechtens aanvaardbaar zijn.

De rechtbank begrijpt dit standpunt van de AFM zo dat zij geen gebruikmaakt van de gelegenheid om de gebreken in de bestreden besluiten te herstellen. De rechtbank kan behalve in zeer bijzondere gevallen niet terugkomen van een oordeel dat in de tussenuitspraak is gegeven. De rechtbank is van oordeel dat zich hier geen bijzonder geval voordoet.

Omdat zich in deze zaken geen zeer bijzonder geval voordoet dat maakt dat de rechtbank moet terugkomen van haar tussenuitspraak, wijst de rechtbank het verzoek van de AFM om terug te komen van de tussenuitspraak af en verklaart zij de beroepen van eiseressen gegrond. De rechtbank vernietigt het bestreden besluit I, omdat de AFM niet in redelijkheid heeft kunnen weigeren het herzieningsverzoek van eiseressen inhoudelijk te beoordelen en het last- en publicatiebesluit te herzien voor zover dat is gebaseerd op het standpunt van de AFM over de waarderingsgrondslag. De rechtbank vernietigt het bestreden besluit II, omdat het nieuw te nemen bestreden besluit I directe gevolgen heeft voor het persbericht waarop het bestreden besluit II ziet. De AFM moet daarom nieuwe besluiten nemen en daarbij met deze uitspraak en de tussenuitspraak rekening houden.

1. [Eiseres 1],

2. [eiseres 2],

hierna samen: eiseressen,

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.

Rechtbank Rotterdam 15 januari 2026 (tussenuitspraak)

Samenvatting

1.1. Deze tussenuitspraak gaat over het verzoek van eiseressen om een last- en publicatiebesluit te herzien. De AFM heeft dit verzoek afgewezen. Volgens de AFM zijn er geen nieuwe feiten of veranderde omstandigheden en is het niet evident onredelijk om het last- en publicatiebesluit niet te herzien.

1.2. Eiseressen zijn het niet eens met de afwijzing van hun herzieningsverzoek en voeren daartegen een aantal beroepsgronden aan. Volgens eiseressen heeft de AFM toegezegd dat hun herzieningsverzoek inhoudelijk zou worden behandeld. Ook is de beschikking van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) volgens eiseressen een nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid. Verder is het volgens hen evident onredelijk om het last- en publicatiebesluit niet te herzien, omdat uit de beschikking van de Ondernemingskamer blijkt dat het lastbesluit onmiskenbaar onjuist is en omdat hun belangen zwaarder moeten wegen dan het belang van de rechtszekerheid. Daarnaast stellen eiseressen dat de AFM niet alle stukken heeft ingediend die op de zaken betrekking hebben.

1.3. De rechtbank komt in deze tussenuitspraak tot het oordeel dat de AFM niet heeft toegezegd het last- en publicatiebesluit in volle omvang te heroverwegen en dat de beschikking van de Ondernemingskamer geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid is. De rechtbank acht het echter evident onredelijk dat de AFM het last- en publicatiebesluit ondanks de beschikking van de Ondernemingskamer niet heeft herzien. De rechtbank doet een tussenuitspraak en stelt de AFM in de gelegenheid om dit gebrek in de besluitvorming te herstellen.

1.4. Hieronder legt de rechtbank uit hoe zij tot dit oordeel is gekomen. De wet- en regelgeving en de rechtspraak waarnaar de rechtbank in deze uitspraak verwijst, zijn op de websites wetten.overheid.nl en www.rechtspraak.nl te vinden.

(...; red.)

*Beoordeling door de rechtbank**Totstandkoming van de bestreden besluiten*

3.1. Eiseres 1 is een financiële holding en is enig bestuurder en aandeelhouder van eiseres 2. Eiseres 2 bezit belangen in twee [buitenlandse] vastgoedondernemingen: [onderneming 1] en [onderneming 2] (de [buitenlandse] belangen).

3.2. Volgens de AFM heeft eiseres 1 een overtreding van de Whc begaan door zich aan misleidende handelspraktijken schuldig te maken, onder andere omdat eiseres 2 door het gebruik van een onjuiste waarderingsgrondslag de [buitenlandse] belangen in de jaarrekeningen 2017 en 2018 te hoog heeft gewaardeerd. Volgens de AFM zijn deze belangen geen participaties, die op basis van de (reële/actuele) marktwaarde moeten worden gewaardeerd, maar zijn deze belangen deelnemingen met invloed van betekenis, die op basis van de nettovermogenswaarde moeten worden gewaardeerd. De AFM heeft mede daarom op 7 december 2020 het last- en publicatiebesluit genomen.

3.3. Deze rechtbank en het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB) waren het in hun uitspraken over het last- en publicatiebesluit met de AFM eens dat de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 in de jaarrekening 2017 en 2018 deelnemingen met invloed van betekenis zijn, die op basis van de nettovermogenswaarde moeten worden gewaardeerd.¹

3.4. Eiseres 1 heeft de Ondernemingskamer vervolgens verzocht eiseres 2 te bevelen de jaarrekening 2021 te herzien. Ook wilde eiseres 1 dat de Ondernemingskamer bevestigde dat de [buitenlandse] belangen in de jaarrekening 2021 terecht als participaties zijn gekwalificeerd. De Ondernemingskamer is tot de conclusie gekomen dat de [buitenlandse] belangen in de jaarrekening 2021 terecht als participaties zijn gekwalificeerd en dat de actuele waarde de juiste waarderingsgrondslag is.²

3.5. Na de beschikking van de Ondernemingskamer hebben eiseressen op 23 augustus 2023 de

AFM verzocht het persbericht over het lastbesluit te verwijderen van haar website of dit persbericht aan te passen. Dit verzoek heeft de AFM aangemerkt als een verzoek om het last- en publicatiebesluit te herzien (herzieningsverzoek). Vervolgens heeft zij het herzieningsverzoek afgewezen.

3.6. Op 29 juli 2025 hebben eiseressen de AFM verzocht om het persbericht met het lastbesluit feitelijk van de website te verwijderen (hierna ook: het verwijderingsverzoek). Dit verzoek heeft de AFM als een herhaald herzieningsverzoek aangemerkt en afgewezen.

4. De rechtbank bespreekt hierna eerst het bestreden besluit I over het herzieningsverzoek (ROT 24/3270) en daarna het bestreden besluit II over het verzoek tot verwijdering van het persbericht (ROT 25/7226).

*ROT 24/3270**Standpunt van de AFM*

5. In het bestreden besluit I heeft de AFM het standpunt ingenomen dat zij het herzieningsverzoek terecht op vereenvoudigde wijze heeft afgedaan. Zo is de beschikking van de Ondernemingskamer geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid en is die beschikking evenmin op nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden gebaseerd. Ook is het niet evident onredelijk om het last- en publicatiebesluit niet te herzien, omdat de beschikking van de Ondernemingskamer niet over dezelfde rechtsvragen, feiten en omstandigheden gaat als het last- en publicatiebesluit en de procedures die daarover zijn gevoerd. Verder wegen de belangen van eiseressen bij herziening volgens de AFM niet zwaarder dan de belangen van de rechtszekerheid, het waarschuwen van het publiek en het kennis kunnen nemen van het handhavend optreden door de AFM.

Toetsingskader

6.1. Als een verzoek wordt gedaan om van een in rechte vaststaand besluit terug te komen (een herzieningsverzoek), heeft het bestuursorgaan twee opties om op dat verzoek te reageren: de vereenvoudigde afdoening op grond van artikel 4:6 van de Algemene wet bestuursrecht (Awb) of een heroverweging in volle omvang.

6.2. Bij vereenvoudigde afdoening beoordeelt het bestuursorgaan of aan het verzoek nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden ten

1 Rechtbank Rotterdam 3 maart 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:1561; CBB 31 januari 2023 («JOR» 2023/156, m.nt. Affourtit; red.), ECLI:NL:CBB:2023:43.

2 Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) [datum], [ECLI-nummer].

grondslag zijn gelegd. Is dat niet het geval, dan kan het bestuursorgaan het verzoek in beginsel afwijzen onder verwijzing naar de eerdere afwijzende beschikking. Als het bestuursorgaan ervoor heeft gekozen om een herzieningsverzoek vereenvoudigd af te doen, toetst de bestuursrechter of het bestuursorgaan zich terecht, zorgvuldig voorbereid en deugdelijk gemotiveerd op het standpunt heeft gesteld dat aan het verzoek geen nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden ten grondslag zijn gelegd. Dit toetst de bestuursrechter aan de hand van de aangevoerde beroepsgronden en een eventueel door het bestuursorgaan gevoerd beleid. Als het besluit deze toets doorstaat, kan het ontbreken van nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden de afwijzing van het herzieningsverzoek in beginsel dragen. Dit is alleen anders als het evident onredelijk is om niet van het oorspronkelijke besluit terug te komen.

6.3. Een bestuursorgaan is altijd bevoegd om een herzieningsverzoek inhoudelijk te behandelen, ook als aan het verzoek geen nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden ten grondslag zijn gelegd. Het bestuursorgaan zal het oorspronkelijk besluit dan in volle omvang heroverwegen en wijst het verzoek vervolgens toe of af. De bestuursrechter toetst de uitkomst van deze heroverweging op basis van de gronden die in beroep zijn aangevoerd.

6.4. Dit toetsingskader wordt breed door bestuursrechters gebruikt.³

Heeft de AFM toegezegd om het herzieningsverzoek in volle omvang te heroverwegen?

7.1. Eiseressen betogen dat de AFM tijdens het gesprek van 13 september 2023 over het verzoek om herziening (het herzieningsgesprek) heeft toegezegd dat zij op basis van het herzieningsverzoek het last- en publicatiebesluit volledig zou heroverwegen en dus niet vereenvoudigd zou afdoen. Deze toezegging blijkt volgens eiseressen uit de uitlating van de AFM dat – samengevat weergegeven – de AFM bij de beoordeling van het herzieningsverzoek met behulp van accountants met

een fris paar ogen integraal zal ingaan op de kastromen, de hoogte van de waardering van de [buitenlandse] belangen en de kwalificatie van deze belangen als deelneming of participatie, waarbij de beschikking van Ondernemingskamer wordt betrokken. Volgens eiseressen gaat het hier om een weloverwogen uitlating van een vertegenwoordiger van de AFM, [persoon 3] ([persoon 3]), die is gedaan nadat de AFM tijdens een schorsing van het herzieningsgesprek over de inhoud van deze uitlating heeft overlegd.

7.2. Voor een geslaagd beroep op het vertrouwensbeginsel is vereist dat een betrokkene uit een toezegging, uitlating of gedraging van het bestuursorgaan in redelijkheid kan afleiden hoe dat bestuursorgaan in een concreet geval een bevoegdheid zal uitoefenen.⁴ In deze zaak is dat naar het oordeel van de rechtbank niet het geval.

7.3. Zo blijkt uit de door partijen apart van elkaar opgestelde verslagen van het herzieningsgesprek dat de AFM de door eiseressen bedoelde uitlating heeft gedaan nadat eiseressen de AFM hebben gevraagd om haar “voorlopige gedachten” over het te nemen besluit met hen te delen. Daarbij wordt in het verslag van eiseressen ook gesproken over een “uitwisseling van gedachten” en over een “gedachtewisseling”.

7.4. [persoon 3] is zijn reactie op het verzoek om “voorlopige gedachten” begonnen met de opmerking dat de AFM tijdens de schorsing van het herzieningsgesprek heeft besproken wat zij kan zeggen zonder op de uitkomst van het herzieningsverzoek te worden vastgepind. [persoon 3] heeft volgens het verslag verder aangegeven dat het herzieningsgesprek het voorportaal is en dat een fris paar ogen naar het herzieningsverzoek zal kijken. Ook heeft [persoon 3] verklaard dat hij niet weet wat er zal worden besloten. Deze reactie van [persoon 3] bevat naar het oordeel van de rechtbank geen onvoorwaardelijke en ondubbelzinnige toezegging dat de AFM het herzieningsverzoek niet vereenvoudigd zal afdoen. Dat de AFM intern overleg heeft gevoerd voordat zij op het verzoek om voorlopige gedachten heeft gereageerd, maakt dat niet anders.

7.5. Verder hadden eiseressen ermee bekend kunnen en moeten zijn dat het herzieningsgesprek in de context van een beoordeling in het kader van

3 Zij bijvoorbeeld: CBB 15 april 2025, ECLI:NL:CBB:2025:260, Afdeling bestuursrecht-spraak van de Raad van State (AbRvS) 23 april 2025, ECLI:NL:RVS:2025:1814, en Centrale Raad van Beroep (CRvB) 18 juli 2024, ECLI:NL:CRVB:2024:1476.

4 Zie bijvoorbeeld: CBB 14 januari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:6.

artikel 4:6 van de Awb plaatsvond. Uit beide verslagen van dit gesprek blijkt dat tijdens het gesprek de context van artikel 4:6 van de Awb door de AFM is benoemd. Deze context blijkt ook uit de brief van de AFM van 28 augustus 2023, waarmee eiseressen voor het herzieningsgesprek zijn uitgenodigd. Zo heeft de AFM in deze brief het verzoek van eiseressen als herzieningsverzoek aangemerkt en heeft zij eiseressen de gelegenheid geboden toe te lichten waarom er volgens hen nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden zijn. Hierbij vraagt de AFM eiseressen nadrukkelijk om de beschikking van de Ondernemingskamer in het toetsingskader van artikel 4:6 van de Awb te plaatsen.

7.6. Dit alles leidt de rechtbank tot de conclusie dat eiseressen uit de uitspraken van de AFM tijdens het herzieningsgesprek niet hebben kunnen afleiden dat de AFM het last- en publicatiebesluit in volle omvang zou heroverwegen. Dat de AFM in haar brief van 28 augustus 2023 inhoudelijke vragen aan eiseressen heeft gesteld, waaronder een vraag over de betekenis van de beschikking van de Ondernemingskamer voor het last- en publicatiebesluit en specifiek voor de kwalificatie en de waardering van de [buitenlandse] belangen, maakt dat niet anders. De AFM heeft daarmee niet toegezegd dat zij het last- en publicatiebesluit in volle omvang zou heroverwegen.

7.7. Het beroep van eiseressen op het vertrouwensbeginsel slaagt dan ook niet.

Verzoek van eiseressen om aanvullende stukken

8.1. Eiseressen hebben de rechtbank verzocht om de AFM te verzoeken aanvullende stukken in te dienen die volgens hen op de zaken betrekking hebben. Tijdens de zitting bij de rechtbank is gebleken dat het eiseressen gaat om stukken waaruit blijkt dat de AFM na het herzieningsgesprek van koers is veranderd en van een heroverweging in volle omvang naar een vereenvoudigde afdoening is gegaan. Eiseressen doelen daarbij op interne verslagen, memo's, logboeken en notulen van bestuursvergadering van de AFM.

8.2. De rechtbank ziet geen aanleiding gebruik te maken van haar bevoegdheid om nadere stukken op te vragen bij de AFM. Het verzoek daartoe van eiseressen is gebaseerd op het standpunt dat de AFM tijdens het herzieningsgesprek een volledige heroverweging van het last- en publicatiebesluit heeft toegezegd, maar later een andere koers is gaan varen. Hiervoor heeft de rechtbank onder

7.3 tot en met 7.6 echter geoordeeld dat van een dergelijke toezegging geen sprake is geweest. Overigens heeft de AFM ook steeds ontkend dat zij van koers is veranderd en ziet de rechtbank geen aanleiding om te veronderstellen dat dit anders zou kunnen zijn.

Zijn er nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden?

9.1. Het vaste uitgangspunt van bestuursrechters is dat een uitspraak van een rechterlijke instantie geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid is.⁵ De rechtbank legt hieronder uit waarom de door eiseressen aangevoerde gronden er niet toe leiden dat de rechtbank ten aanzien van de beschikking van de Ondernemingskamer van dit vaste uitgangspunt afwijkt.

9.2. De door eiseressen genoemde uitzondering op het zojuist vermelde uitgangspunt die in de uitspraken van de CRvB van 7 augustus 2018⁶, 25 februari 2020⁷ en 13 april 2023⁸ is gemaakt, is niet op de situatie van eiseressen van toepassing. De CRvB maakte in deze uitspraken een uitzondering voor strafrechtelijke uitspraken. De beschikking van de Ondernemingskamer is geen strafrechtelijke uitspraak en het last- en publicatiebesluit zijn ook geen bestraffende besluiten waarvoor de onschuldpresumptie geldt.

9.3. In de door eiseressen genoemde uitspraak van de CRvB van 10 augustus 2006⁹ ziet de rechtbank evenmin reden om het in 9.1 bedoelde vaste uitgangspunt in deze zaak niet te hanteren. Weliswaar heeft de CRvB in deze uitspraak een eigen niet-strafrechtelijke uitspraak als nieuw gebleken feit aangemerkt, maar in latere rechtspraak hanteert de CRvB weer het vaste uitgangspunt dat een uitspraak van een rechterlijke instantie geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid is.¹⁰

9.4. Ook in de door eiseressen genoemde uitspraak van het CBB van 14 juni 2022¹¹ ziet de

5 Zie bijvoorbeeld: CRvB 8 oktober 2024, ECLI:NL:CRVB:2024:1936, AbRvS 28 april 2021, ECLI:NL:RVS:2021:908, en CBB 4 maart 2025, ECLI:NL:CBB:2025:71.

6 CRvB 23 april 2019, ECLI:NL:CRVB:2019:1449.

7 CRvB 25 februari 2020, ECLI:NL:CRVB:2020:524.

8 CRvB 13 april 2023, ECLI:NL:CRVB:2023:685.

9 CRvB 10 augustus 2006, ECLI:NL:CRVB:2006:AY6558.

10 Zie bijvoorbeeld: CRvB 8 oktober 2024, ECLI:NL:CRVB:2024:1936.

11 CBB 14 juni 2022, ECLI:NL:CBB:2022:301.

rechtbank geen reden om het vaste uitgangspunt los te laten. Uit de door eiseressen bedoelde passage blijkt alleen dat het CBb in die specifieke zaak geen reden zag om te oordelen dat er nieuw gebleken feiten of veranderde omstandigheden waren aangevoerd, waaronder een rechterlijke uitspraak. Uit deze passage blijkt geen algemene lijn wanneer van het vaste uitgangspunt kan worden afgeweken.

9.5. Daarnaast ziet de rechtbank in de door eiseressen genoemde uitspraak van de CRvB van 15 januari 2019¹² evenmin reden om het vaste uitgangspunt los te laten. De enkele omstandigheid dat het bestuursorgaan in die zaak een rechterlijke uitspraak als nieuw gebleken feit heeft aangemerkt, zonder dat overigens uit de uitspraak van de CRvB blijkt waarom, betekent niet dat de AFM dat ook bij de beschikking van de Ondernemingskamer had moeten doen.

9.6. In de stellingen van eiseressen dat de beschikking van de Ondernemingskamer en het last- en publicatiebesluit over dezelfde feiten, partijen en rechtsvraag gaan en dat de Ondernemingskamer de rechterlijke instantie is die door de wetgever is aangewezen om in geschillen over het jaarrekeningenrecht te oordelen, ziet de rechtbank evenmin reden om de beschikking van de Ondernemingskamer als nieuw gebleken feit aan te merken.

Is het evident onredelijk om het last- en publicatiebesluit niet te herzien?

10. Uit rechtspraak van bestuursrechters blijkt dat de weigering van een bestuursorgaan om van een eerder besluit terug te komen evident onredelijk is als uit een oppervlakkige inhoudelijke beoordeling of minimaal onderzoek blijkt dat het oorspronkelijke besluit onmiskenbaar onjuist is, of als uit bijzondere feiten of omstandigheden blijkt dat het bestuursorgaan in een specifiek geval minder belang aan de rechtszekerheid had moeten toekennen dan aan het (financiële) belang van de betrokkene.¹³

11. De rechtbank oordeelt als volgt. In de beschikking neemt de Ondernemingskamer een ander standpunt in dan de AFM over een cruciaal on-

derdeel van de overtredingen waarop het last- en publicatiebesluit hoofdzakelijk is gebaseerd. De Ondernemingskamer oordeelt namelijk dat de [buitenlandse] belangen in de jaarrekening 2021 participaties zijn, die op basis van de actuele waarde moeten worden gewaardeerd. De Ondernemingskamer komt tot dit oordeel, omdat er bij de [buitenlandse] belangen van begin af aan een exit-strategie is geweest. Uit de beschikking van de Ondernemingskamer blijkt dat zij zich bij het wijzen van deze beschikking ten volle bewust was van het feit dat de rechtbank en het CBb eerder anders hadden geoordeeld over de kwalificatie van deze belangen. Het oordeel van de Ondernemingskamer kan niet anders dan tot de conclusie leiden dat de [buitenlandse] belangen ook in de periode waarover het last- en publicatiebesluit gaat (de jaarrekeningen 2017 en 2018), als participaties moeten worden aangemerkt. Uit niets blijkt immers dat de aard van deze belangen tussen 2017 en 2021 is gewijzigd en de AFM stelt dat ook niet. Dit betekent dat de in het last- en publicatiebesluit vastgestelde overtredingen, voor zover die zijn gebaseerd op de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen als deelnemingen in plaats van participaties, geen stand kunnen houden. Onder deze omstandigheden is de weigering van de AFM om van het last- en publicatiebesluit terug te komen evident onredelijk.

12. De stelling van de AFM dat de Ondernemingskamer zich terughoudend (lijdelijk) heeft opgesteld ten opzichte van het verzoek, misschien ook omdat er in de betreffende procedure geen partijen waren die een ander standpunt innamen, leidt niet tot een andere conclusie. Anders dan de AFM ziet de rechtbank geen reden om aan te nemen dat de Ondernemingskamer de kwalificatie en waardering van de [buitenlandse] belangen niet ten volle heeft beoordeeld. De Ondernemingskamer leidt zijn beschikking in met de samenvatting dat de zaak in het bijzonder gaat over de kwalificatie en de waardering van de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 en dat aan de Ondernemingskamer is gevraagd te bevestigen dat deze belangen participaties zijn.¹⁴ Op deze vraag reageert de Ondernemingskamer vervolgens onduidelijk met het gemotiveerde oordeel dat de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 partici-

12 CRvB 15 januari 2019, ECLI:NL:CRVB:2019:627.

13 Zie bijvoorbeeld: CRvB 28 mei 2025, ECLI:NL:CRVB:2025:835 en CBb 15 april 2025, ECLI:NL:CBB:2025:260.

14 Gerechtshof Amsterdam (OK) [datum], [ECLI-nummer], r.o. 2.1.

paties zijn, omdat er bij deze belangen van begin af aan een exit-strategie bestond en nog steeds bestaat en dat deze belangen daarom niet duurzaam worden gehouden.¹⁵ Daarna oordeelt Ondernemingskamer dat de actuele waarde de juiste waarderinggrondslag voor de [buitenlandse] belangen is.¹⁶

13. De stellingen van de AFM dat in de bestuursrechtelijke procedure en bij de Ondernemingskamer andere rechtsvragen, geschillen of subsidiaire standpunten speelden, andere juridische kaders van toepassing waren of andere feiten, omstandigheden en stukken zijn meegewogen en dat de AFM in de procedure bij de Ondernemingskamer geen partij was – waartoe de Ondernemingskamer haar overigens wel in de gelegenheid heeft gesteld – leiden niet tot een andere conclusie. Van belang is hoe de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 op grond van het jaarrekeningrecht moeten worden gekwalificeerd en gewaardeerd. Deze vraag lag in de bestuursrechtelijke procedure voor, omdat de AFM de overtreding uit het lasten publicatiebesluit grotendeels op haar standpunt heeft gebaseerd dat de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 geen participaties zijn. Deze vraag lag eveneens in de procedure bij de Ondernemingskamer voor, zoals de rechtbank in overweging 12 al heeft vastgesteld. De AFM en de Ondernemingskamer hebben deze vraag vervolgens beantwoord aan de hand van hetzelfde relevante juridisch kader van artikel 2:24c van het Burgerlijk Wetboek en onder andere hetzelfde stuk “Memorandum [eiseres 1] Bond 11 +Bond [land]” van mei 2014. In zoverre zijn de rechtsvraag, het geschilpunt, het juridische kader en de feiten, omstandigheden en stukken dus niet anders, maar is alleen de uitkomst van de beoordeling anders. Eventuele andere rechtsvragen, geschillen, subsidiaire standpunten, juridische kaders, feiten, omstandigheden, stukken of partijen hebben daar geen invloed op, althans dat heeft de AFM niet nader onderbouwd.

14. Verder leidt de verwijzing van de AFM naar de uitspraken van het CBB van 11 juli 2023¹⁷ en van

de AbRvS van 7 juni 2017¹⁸ en 1 november 2017¹⁹, niet tot een andere conclusie. Uit deze uitspraken blijkt namelijk alleen dat bestuursrechters een rechterlijke uitspraak niet als nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid aanmerken. De rechtbank leest in deze uitspraken geen algemene lijn dat rechterlijke uitspraken in het kader van de evidente onredelijkheid nooit als een bijzonder feit of bijzondere omstandigheid kunnen worden aangemerkt. Het enkele feit dat in deze uitspraken geen bijzondere feiten of omstandigheden door partijen zijn gesteld of door de rechter zijn aangenomen, maakt dat niet anders.

15. Daarnaast gaat de vergelijking van de AFM met de uitspraak van de CRvB van 25 februari 2020²⁰ niet op. De CRvB oordeelde in de door de AFM aangehaalde passage uit die uitspraak alleen dat als in een strafrechtelijke procedure een andere rechtsvraag voorligt dan in een bestuursrechtelijke procedure, een besluit kan worden gehandhaafd zonder de juistheid van de strafrechtelijke vrijpraak in twijfel te trekken. Deze passage ziet dus op de onschuldpresumptie. Zoals de rechtbank in overweging 9.2 echter al heeft uitgelegd, is de beschikking van de Ondernemingskamer geen strafrechtelijke uitspraak en zijn het last- en publicatiebesluit ook geen bestraffende besluiten waarvoor de onschuldpresumptie geldt.

Conclusie

16. De rechtbank is van oordeel dat de beschikking van de Ondernemingskamer geen andere conclusie toelaat dan dat de waardering van de [buitenlandse] belangen in de jaarrekeningen 2017 en 2018 van eiseres 2 juist is. Omdat het lasten publicatiebesluit grotendeels zijn gebaseerd op het onjuist gebleken standpunt van de AFM over de kwalificatie en waardering van die belangen, heeft de AFM niet in redelijkheid kunnen weigeren het herzieningsverzoek inhoudelijk te beoordelen en het last- en publicatiebesluit te herzien. Dit betekent dat er een gebrek aan het bestreden besluit I kleefte. De rechtbank zal de AFM de gelegenheid bieden om dit gebrek te herstellen. De rechtbank legt dit onder het kopje “Conclusie en gevolgen” uit.

15 Gerechtshof Amsterdam (OK) [datum], [ECLI-nummer], r.o. 3.7.

16 Gerechtshof Amsterdam (OK) [datum], [ECLI-nummer], r.o. 3.8.

17 CBB 11 juli 2023, ECLI:NL:CBB:2023:350.

18 AbRvS 7 juni 2017, ECLI:NL:RVS:2017:1507.

19 AbRvS 1 november 2017, ECLI:NL:RVS:2017:296.

20 CRvB 25 februari 2020, ECLI:NL:CRVB:2020:524.

ROT 25/7226

Verwijderingsverzoek

17. Het verwijderingsverzoek van eiseressen ziet op het verwijderen van het persbericht van de website van de AFM waarmee het lastbesluit openbaar is gemaakt. Het herstel van het gebrek in het bestreden besluit I heeft directe gevolgen voor dat persbericht, omdat dat herstel ertoe zal moeten leiden dat het persbericht wordt aangepast of verwijderd. Daarmee zou alsnog aan het verwijderingsverzoek van eiseressen tegemoet worden gekomen.

Conclusie en gevolgen

18.1. Op grond van artikel 8:51a, eerste lid, van de Awb kan de rechtbank het bestuursorgaan in de gelegenheid stellen een gebrek in het bestreden besluit te herstellen of te laten herstellen. Op grond van artikel 8:80a van de Awb doet de rechtbank dan een tussenuitspraak. De rechtbank ziet aanleiding om de AFM in de gelegenheid te stellen het gebrek in de bestreden besluiten I en II te herstellen. Dat herstellen kan uitsluitend door het nemen van een nieuwe beslissing op bezwaar, na of tegelijkertijd met intrekking van het nu bestreden besluit I. Vervolgens zal de AFM ook het bestreden besluit II moeten herzien. Bij dit alles ligt het in de rede dat de AFM eiseressen opnieuw hoort, tenzij zij volledig aan het bezwaar van eiseressen tegemoet zou komen. De rechtbank weegt deze hoorplicht mee bij het bepalen van de termijn waarbinnen de AFM het gebrek kan herstellen. Zij bepaalt deze termijn op zestien weken na verzending van deze tussenuitspraak.

18.2. De AFM moet op grond van artikel 8:51b, eerste lid, van de Awb én om nodeloze vertraging te voorkomen zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk binnen vier weken na verzending van deze tussenuitspraak, aan de rechtbank meedelen of zij gebruikmaakt van de gelegenheid om het gebrek in de bestreden besluiten te herstellen. Als de AFM van die gelegenheid gebruikmaakt, zal de rechtbank eiseressen in de gelegenheid stellen binnen vier weken op de herstel poging van de AFM te reageren. In beginsel, ook in de situatie dat de AFM de hersteltermijn ongebruikt laat verstrijken, zal de rechtbank zonder tweede zitting een einduitspraak doen op de beroepen.

18.3. De rechtbank houdt iedere verdere beslissing aan tot de einduitspraak op de beroepen. Dit

betekent ook dat zij over de proceskosten en het griffierecht nog geen beslissing neemt.

Beslissing

De rechtbank:

- heropent het onderzoek;
- draagt de AFM op om binnen vier weken na verzending van deze tussenuitspraak aan de rechtbank mee te delen of zij gebruikmaakt van de gelegenheid om het gebrek in de bestreden besluiten te herstellen;
- stelt de AFM in de gelegenheid om binnen zestien weken na verzending van deze tussenuitspraak het gebrek te herstellen met inachtneming van de overwegingen en aanwijzingen in deze tussenuitspraak;
- houdt iedere verdere beslissing aan.

**Rechtbank Rotterdam 14 april 2026
(einduitspraak)**

(...; red.)

Overwegingen

2.

2.1. Deze uitspraak bouwt voort op de tussenuitspraak. De rechtbank blijft bij alles wat zij in de tussenuitspraak heeft overwogen en beslist, tenzij hierna uitdrukkelijk anders wordt overwogen. Het staat de rechtbank in beginsel niet vrij om terug te komen van zonder voorbehoud gegeven oordelen in de tussenuitspraak. Dit is alleen anders in zeer bijzondere gevallen.¹

2.2. In de tussenuitspraak heeft de rechtbank, kort gezegd, geoordeeld dat de AFM niet heeft toegezegd het last- en publicatiebesluit in volle omvang te heroverwegen en dat de beschikking van de Ondernemingskamer geen nieuw gebleken feit of veranderde omstandigheid is.

2.3. Ook heeft de rechtbank in de tussenuitspraak – samengevat weergegeven – geoordeeld dat de weigering van de AFM om van het last- en publicatiebesluit terug te komen evident onredelijk is, omdat de Ondernemingskamer in haar beschikking een ander standpunt inneemt dan de AFM over een cruciaal onderdeel van de overtredingen waarop het last- en publicatiebesluit hoofdzakelijk is gebaseerd. De Ondernemingskamer oor-

1 College van Beroep voor het bedrijfsleven 12 juli 2017 (ECLI:NL:CBB:2017:265)

deelt namelijk dat de [buitenlandse] belangen in de jaarrekening 2021 van eiseres 2 participaties zijn, die op basis van de actuele waarde moeten worden gewaardeerd, omdat er bij deze belangen van begin af aan een exit-strategie is geweest. Het oordeel van de Ondernemingskamer kan volgens de rechtbank niet anders dan tot de conclusie leiden dat de [buitenlandse] belangen ook in de periode waarover het last- en publicatiebesluit gaat (de jaarrekeningen 2017 en 2018) als participaties moeten worden aangemerkt. Dit betekent dat de in het last- en publicatiebesluit vastgestelde overtredingen, voor zover die zijn gebaseerd op de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen als deelnemingen in plaats van participaties, geen stand kunnen houden.

2.4. De rechtbank heeft de AFM vervolgens in de gelegenheid gesteld om dit gebrek te herstellen. Omdat het herstel van het gebrek in het bestreden besluit I directe gevolgen heeft voor het persbericht waarop het bestreden besluit II ziet, heeft de rechtbank de AFM ook in de gelegenheid gesteld om het bestreden besluit II te herzien.

2.5. De AFM heeft de rechtbank meegedeeld dat zij het niet eens is met de tussenuitspraak. In dat verband heeft de AFM – samengevat weergegeven – uiteengezet dat zij niet ziet hoe zij aan deze opdracht van de rechtbank gevolg kan geven zonder aan haar standpunten afbreuk te doen, terwijl die standpunten naar haar overtuiging rechtens aanvaardbaar zijn. Volgens de AFM heeft de rechtbank in haar tussenuitspraak geoordeeld dat de beschikking van de Ondernemingskamer tot de conclusie leidt dat de waardering van de [buitenlandse] belangen in de jaarrekeningen 2017 en 2018 juist is, terwijl de Ondernemingskamer zich daarover niet heeft uitgesproken. Ook heeft de rechtbank in haar tussenuitspraak ten onrechte niet het oordeel van de Accountantskamer van [datum]² betrokken, inhoudende dat de AFM niet van een *hard exit*-moment hoefde uit te gaan en dat de AFM hierover in de bestuursrechtelijke procedure een pleitbaar standpunt heeft ingenomen. Verder gaat het de AFM erom dat zij in het last- en publicatiebesluit het subsidiaire standpunt heeft ingenomen dat, ook als van participaties moet worden uitgegaan, de actuele waardering van de [buitenlandse] belangen onvol-

doende is onderbouwd en investeerders door eiseres 1 zijn misleid.

2.6. De rechtbank begrijpt dit standpunt van de AFM zo dat zij geen gebruik maakt van de gelegenheid om de gebreken in de bestreden besluiten te herstellen. De rechtbank kan, zoals al overwogen onder 2.1 en anders dan de AFM kennelijk meent, behalve in zeer bijzondere gevallen niet terugkomen van een oordeel dat in de tussenuitspraak is gegeven. De rechtbank is van oordeel, daarbij in aanmerking nemend wat de AFM in haar reactie op de tussenuitspraak heeft opgemerkt, dat zich hier geen bijzonder geval voordoet.

2.7. Voor zover de reactie van de AFM over de waardering van de [buitenlandse] belangen gaat, geldt het volgende. De rechtbank heeft in haar tussenuitspraak de beschikking van de Ondernemingskamer als bijzondere omstandigheid aangemerkt vanwege het oordeel van de Ondernemingskamer dat de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 als participaties moeten worden gekwalificeerd, waarvoor de actuele waarde de juiste waarderingsgrondslag is. Dit oordeel van de Ondernemingskamer ziet alleen op de waarderingsgrondslag en de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 en niet op de daadwerkelijk waardering van deze belangen in de jaarrekeningen. De rechtbank is in haar tussenuitspraak niet nader ingegaan op de vraag of deze belangen op het juiste bedrag zijn gewaardeerd. Het is dan ook duidelijk dat waar de rechtbank in overweging 16 van de tussenuitspraak over de waardering van de [buitenlandse] belangen spreekt, zij op de waarderingsgrondslag doelt. De rechtbank heeft in die concluderende overweging immers niet bedoeld iets anders oordelen dan volgt uit de daaraan voorafgaande overwegingen, in het bijzonder de voorlaatste zin van overweging 11: “Dit betekent dat de in het last- en publicatiebesluit vastgestelde overtredingen, voor zover die zijn gebaseerd op de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen als deelnemingen in plaats van participaties, geen stand kunnen houden”. Dat betekent dat de rechtbank geen oordeel heeft gegeven over het subsidiaire standpunt van de AFM dat ook sprake zou zijn van overtredingen als de [buitenlandse] belangen als participaties zouden worden gekwalificeerd. Het is aan de AFM om in het kader van de bestuurlijke heroverweging – uitgaande van de juistheid van de kwalificatie van de [buitenlandse] belangen als participaties – te beoordelen of spra-

2 Accountantskamer [datum], [ECLI-nummer] en [ECLI-nummer]

ke is van overtredingen en in hoeverre het opleggen van een last en de (ongewijzigde) publicatie daarvan nog opportuun is.

2.8. Voor zover de reactie van de AFM over de uitspraken van de Accountantskamer gaat, geldt het volgende. De AFM heeft niet eerder dan in haar reactie op de tussenuitspraak een beroep gedaan op de uitspraken van de Accountantskamer als onderbouwing van haar (primaire) standpunt in het last- en publicatiebesluit dat de [buitenlandse] belangen van eiseres 2 als deelnemingen met invloed van betekenis kwalificeren. De AFM heeft dit ook niet gedaan tijdens de zitting van de rechtbank waar de AFM de gelegenheid heeft gehad om aanvullende punten naar voren te brengen. Bij de uiteenzetting van haar standpunt ging het de AFM steeds om de duiding van de beschikking van de Ondernemingskamer met betrekking tot de kwalificatie en de waarderingsgrondslag van de [buitenlandse] belangen van eiseres 2. Overigens heeft de Accountantskamer geoordeeld dat de bij de AFM werkzame accountants een pleitbaar standpunt hebben ingenomen, niet dat dit standpunt voor juist moet worden gehouden. Verder heeft de AFM in haar reactie van 11 september 2025 weliswaar naar de uitspraken van de Accountantskamer verwezen, maar daarbij heeft zij enkel het standpunt ingenomen dat de Accountantskamer zich niet over de beschikking van de Ondernemingskamer heeft uitgelaten. De AFM heeft deze nieuwe standpunten ingenomen in haar reactie op de tussenuitspraak, waarbij de AFM slechts was verzocht zich uit te laten over de vraag of zij gebruik zou maken van de gelegenheid het constateerde gebrek te herstellen. Eiseressen hebben weliswaar gelegenheid gehad op de reactie van de AFM te reageren, maar het zou niettemin in strijd zijn met de goede procesorde om het nieuwe betoog van de AFM bij de beoordeling in deze einduitspraak te betrekken. De rechtbank laat dit betoog daarom buiten beschouwing.

Conclusie en gevolgen

3.

3.1. Omdat zich in deze zaken geen zeer bijzonder geval voordoet dat maakt dat de rechtbank moet terugkomen van haar tussenuitspraak, wijst de rechtbank het verzoek van de AFM om terug te komen van de tussenuitspraak af en verklaart zij de beroepen van eiseressen gegrond. De rechtbank vernietigt het bestreden besluit I, omdat de

AFM niet in redelijkheid heeft kunnen weigeren het herzieningsverzoek van eiseressen inhoudelijk te beoordelen en het last- en publicatiebesluit te herzien voor zover dat is gebaseerd op het standpunt van de AFM over de waarderingsgrondslag. De rechtbank vernietigt het bestreden besluit II, omdat het nieuw te nemen bestreden besluit I directe gevolgen heeft voor het persbericht waarop het bestreden besluit II ziet. De AFM moet daarom nieuwe besluiten nemen en daarbij met deze uitspraak en de tussenuitspraak rekening houden.

3.2. Door de nauwe samenhang tussen de bestreden besluiten I en II zal de rechtbank in deze einduitspraak, net als in de tussenuitspraak, de beroepsgronden tegen het bestreden besluit II niet behandelen. Deze punten zullen in de nadere besluitvorming van de AFM aan de orde moeten komen.

3.3. Omdat de rechtbank de beroepen gegrond verklaart, moet de AFM in beide zaken aan eiseressen het door hen gezamenlijk betaalde griffierecht vergoeden.

3.4. Omdat de beroepen gegrond zijn, krijgen eiseressen een vergoeding voor de proceskosten die zij gezamenlijk hebben gemaakt. De AFM moet die vergoeding betalen. (...; *red.*).

Beslissing

De rechtbank:

- verklaart de beroepen van eiseressen gegrond;
- vernietigt de bestreden besluiten;
- draagt de AFM op in zaak ROT 24/3270 een nieuw besluit op het bezwaar te nemen en in zaak ROT 25/7226 een nieuw besluit op het verwijderingsverzoek te nemen met inachtneming van deze uitspraak en de tussenuitspraak;
- draagt de AFM op het gezamenlijk door eiseressen betaalde (...; *red.*) aan hen te vergoeden;
- veroordeelt de AFM in de proceskosten van eiseressen (...; *red.*).

NOOT

1. De onder «JOR» 2026/167 gepubliceerde uitspraken staan niet op zichzelf. Ten eerste zijn ze gewezen in dezelfde procedure; de uitspraak van 15 januari 2026 betreft een tussenuitspraak, de uitspraak van 14 april 2026 betreft de einduitspraak. Ten tweede vormen de uitspraken een vervolg op de uitspraken van Rb. Rotterdam

3 maart 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:1561 (eerste aanleg) en CbB 31 januari 2023, «JOR» 2023/156, m.nt. Affourtit. Ten derde hebben de uitspraken (in de kern) hetzelfde onderwerp als de uitspraak van Hof Amsterdam (OK) 10 augustus 2023, «JOR» 2023/235, m.nt. Nass. Sterker, deze uitspraak van de OK betreft zowel de aanleiding als de leidraad voor bovenstaande uitspraken (ik laat dan de uitspraak van de Accountantskamer Zwolle van 31 maart 2025, ECLI:NL:TACAKN:2025:17 in een klachtprocedure tegen de bij de AFM werkzame accountants en de uitspraken van de voorzieningenrechter van Rb. Amsterdam 9 februari 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:1020 (eerste aanleg) en Hof Amsterdam 11 juli 2023 (hoger beroep), «JOR» 2023/212, m.nt. Doets, over de vordering om publicatie van de website van de AFM te verwijderen, hier verder onbesproken).

2. Momentum Estate Fund I (MEFI), een dochteronderneming van MC Capital (MC), heeft vanaf mei 2014 obligaties uitgegeven ten behoeve van vastgoedinvesteringen in Brazilië. De vastgoedportefeuille zat in twee vennootschappen waarin MEFI een aandelenbelang van uiteindelijk 75% had. De AFM was van mening dat MC onjuiste informatie aan investeerders – volgens het lastbesluit hadden op 4 december 2018 177 beleggers voor ruim € 34 miljoen geïnvesteerd – had gegeven over de financiële situatie van MEFI, met name ten aanzien van de waardering van deze vennootschappen. Hiermee zou MC zich volgens de AFM schuldig hebben gemaakt aan een misleidende en daarmee oneerlijke handelspraktijk (zie art. 6:193b, 6:193c en 6:193d BW en art. 8:8 Whc). MC en MEFI stelden dat sprake was van participaties die tegen actuele waarde moesten worden gewaardeerd, terwijl de AFM concludeerde dat het deelnemingen met invloed betrof die op grond van art. 2:389 lid 2 BW tegen nettovermogenswaarde in de jaarrekeningen van MEFI over 2017 en 2018 hadden moeten worden gewaardeerd. Deze waarde zou volgens de AFM waarschijnlijk nihil zijn geweest, gezien het negatieve eigen vermogen van een van de deelnemingen. De AFM baseerde zich hierbij op twee rechtsvermoedens: (1) bij een belang van meer dan 20% wordt vermoed sprake te zijn van een deelneming (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). Omdat MC en MEFI er niet in waren geslaagd deze vermoedens te weerleggen, had de AFM geoor-

deeld dat de deelnemingen van MEFI tegen nettovermogenswaarde hadden moeten worden gewaardeerd op de balans van MEFI. Het lastbesluit waarover de rechtbank in de hiervoore opgenomen uitspraken spreekt, strekte ertoe dat MC als nog aan investeerders bepaalde informatie zou verstrekken, onder meer over de door de AFM geconstateerde fouten in de jaarrekeningen. Deze last hield stand bij de Rechtbank Rotterdam en het CbB, net als het daaraan verbonden besluit tot openbaarmaking van die last (zie de al genoemde uitspraken van respectievelijk 3 maart 2022 en 31 januari 2023).

3. MC heeft zich vervolgens tot de OK gewend met een verzoek tot het geven van een bevel tot herziening van de jaarrekening 2021 van MEFI (art. 2:447 lid 1 BW). Hiermee beoogden MC en MEFI de bevestiging van de OK te krijgen dat de belangen van MEFI in de Braziliaanse vastgoedondernemingen, anders dan de AFM, de Rechtbank Rotterdam en het CbB hadden (vast)gesteld, niet kwalificeren als deelnemingen in de zin van art. 2:24c BW. Deze bevestiging kregen zij: in zijn beschikking van 10 augustus 2023 oordeelde de OK dat uit een bij de obligatie-uitgifte verstrekt memorandum van mei 2014 blijkt dat van meet af aan sprake was van een exitstrategie, gericht op verkoop van de belangen in 2019. De investering was financieel gedreven en gericht op groeipotentieel op de korte en middellange termijn, met een streefdatum voor de exit. Dat de exit wegens ongunstige marktomstandigheden niet is gerealiseerd, doet hieraan niet af. De OK concludeerde daarom dat de belangen door MEFI niet duurzaam worden gehouden en derhalve terecht als participaties (overige effecten) onder de financiële vaste activa waren gerubriceerd. Dit bracht met zich dat de belangen op grond van art. 2:384 lid 1 BW dienden te worden gewaardeerd tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs dan wel tegen actuele waarde – en niet tegen nettovermogenswaarde, zoals de AFM had betoogd en de rechtbank en het CbB hadden overgenomen.

4. Hiermee lagen er twee tegenstrijdige rechterlijke oordelen over de kwalificatie van de vastgoedinvesteringen in de jaarrekeningen van MEFI. MC en MEFI hebben vervolgens geprobeerd het oordeel dat in het bestuursrechtelijke traject is gegeven aan te laten passen op het civielrechtelijke oordeel. Tegen de uitspraak van het CbB stond echter geen hogere voorziening

open. MC en MEFI hebben daarom – kort gezegd – de AFM verzocht terug te komen op de last onder dwangsom en de publicatie daarvan. De weigering van de AFM dit te doen, hebben MC en MEFI vervolgens in beroep voorgelegd aan de Rechtbank Rotterdam. Hierover gaan voorgaande uitspraken.

5. De conclusie van de rechtbank is heel duidelijk: het oordeel van de OK kan niet anders dan tot de conclusie leiden dat de vastgoedinvesteringen niet alleen in 2021, waar de jaarrekeningenprocedure op zag, maar ook in 2017 en 2018, waar het last- en publicatiebesluit op zag, als participaties en niet als deelnemingen moeten worden aangemerkt. De kwalificatie van de vastgoedinvesteringen als deelnemingen in plaats van participaties leverde dan ook geen overtreding op. De andersluidende conclusie, destijds, van de AFM, de rechtbank en het CBb was dus onjuist. De AFM dient daarom het last- en publicatiebesluit (in zoverre – zie hierna) te herzien.

6. De rechtbank kwalificeert de beslissing van de AFM om het last- en publicatiebesluit niet te herzien als “evident onredelijk”. Dit is een kwalificatie met juridische betekenis. Het uitgangspunt in het bestuursrecht is namelijk dat een besluit waartegen rechtsmiddelen hebben opengestaan waarvan niet of zonder succes gebruik is gemaakt, onherroepelijk wordt. Hieraan zou afbreuk worden gedaan wanneer dat besluit eenvoudig zou kunnen worden aangetast door het bestuursorgaan te vragen terug te komen van dat besluit door het indienen van een nieuwe aanvraag en dat besluit vervolgens in volle omvang aan de bestuursrechter voor te leggen. Zoals de rechtbank helder uitlegt, bestaan er twee mogelijkheden voor een bestuursorgaan om terug te komen op een onherroepelijk besluit: (a) op grond van art. 4:6 Awb, waarbij een eenvoudige afwijzing mogelijk is bij het ontbreken van nieuwe feiten of veranderde omstandigheden; of (b) “vrijwillige” heroverweging in volle omvang van het oorspronkelijke besluit. Tot gebruikmaking van de tweede optie was de AFM niet bereid en hiertoe kon zij ook niet worden gedwongen. Anders dan MC en MEFI betoogden, had de AFM ook geen (rechtens afdwingbare) toezegging tot volledige heroverweging gedaan. Van nieuwe feiten en omstandigheden in de zin van art. 4:6 Awb was bovendien niet gebleken. De beschikking van de OK kwalificeert volgens vaste rechtspraak name-

lijk niet als nieuw feit of veranderde omstandigheid. Wanneer echter de weigering door het bestuursorgaan om terug te komen van een eerder besluit naar het oordeel van de bestuursrechter evident onredelijk is, bestaat daartoe toch een verplichting, ook als er op zich geen nieuwe feiten of veranderde omstandigheden bestaan. Dit kan het geval zijn als uit een oppervlakkige inhoudelijke beoordeling of een summier onderzoek onmiskenbaar de onjuistheid van het oorspronkelijke besluit kan worden afgeleid (zie bijvoorbeeld CBb 4 maart 2025, ECLI:NL:CBB:2025:71 en CBb 15 april 2025, ECLI:NL:CBB:2025:260). De rechtbank oordeelt dat in dit geval de onjuistheid van het last- en publicatiebesluit duidelijk blijkt uit de beschikking van de OK, zodat de AFM inderdaad een evident onredelijk standpunt inneemt door te weigeren daarop terug te komen.

7. De AFM had nog betoogd dat de belangen van MC en MEFI bij herziening niet zwaarder mogen wegen dan de belangen van de rechtszekerheid, het waarschuwen van het publiek en het kennis kunnen nemen van het handhavend optreden door de AFM. Ik vraag me af of de zojuist aangehaalde rechtspraak in geval van onmiskenbare onjuistheid van het oorspronkelijke besluit ruimte geeft voor een dergelijke nadere belangenafweging. De rechtbank lijkt in de samenvatting van die rechtspraak in r.o. 10 die ruimte ook niet aanwezig te achten. Zou dit al anders zijn geweest, dan valt maar zeer te bezien of de door de AFM in stelling gebrachte belangen de motivering voor de afwijzing van de herziening zouden kunnen dragen. De rechtszekerheid lijkt mij allerm minst gediend wanneer twee tegenstrijdige uitspraken over dezelfde juridische kwalificatie van een jaarrekening naast elkaar zouden kunnen blijven bestaan. Ook is het waarschuwen van het publiek voor beweerdelijk onjuiste informatie in een jaarrekening vrij onzinnig indien die informatie volgens de rechter die door de wetgever is aangewezen om kennis te nemen van verzoeken tot het aanpassen van een jaarrekening (de OK) helemaal niet onjuist is.

8. De AFM is het niet eens met het oordeel van de rechtbank. In de tussenuitspraak had de rechtbank de AFM in de gelegenheid gesteld om het gebrek in het last- en publicatiebesluit – de kwalificatie van de investeringen van MEFI als deelnemingen in plaats van als participaties – te herstellen. De AFM had bij de beoordeling van wat

een kwalificatie als participatie zou betekenen voor het al dan niet in stand houden van het last- en publicatiebesluit, ook haar subsidiaire standpunt kunnen betrekken dat ook sprake zou zijn van overtredingen als de Braziliaanse vastgoedinvesteringen als participaties zouden moeten worden gekwalificeerd, zo verduidelijkt de rechtbank in de einduitspraak. Van de gelegenheid tot herstel heeft de AFM echter niet gebruikgemaakt, omdat dit aan haar standpunt zou afdoen. De AFM heeft inmiddels aangekondigd tegen de uitspraak van de rechtbank in hoger beroep te gaan bij het CBB. Op haar website vermeldt de AFM dat tijdens de zitting van de voorzieningenrechter van het CBB is afgesproken dat de AFM hangende het hoger beroep tegen de eind- en tussenuitspraak van de rechtbank geen nieuw besluit op bezwaar zal nemen en niet opnieuw hoeft te beslissen op het verwijderingsverzoek van MC en MEFI.

9. Na de uitspraak van het CBB kan worden vastgesteld op welke wijze in de toekomst kan worden voorkomen dat verschillende rechters zich buigen over de juistheid van een jaarrekening en daarbij tot verschillende conclusies komen. Als het CBB, net als de rechtbank, het primaat van de OK als de door de wetgever aangewezen jaarrekeningenrechter erkent, is de kous daarmee nog niet af. In allerlei procedures kunnen vragen opkomen over de juistheid van informatie die is opgenomen in de jaarrekening. Dat kan ook in bestuursrechtelijke procedures, bijvoorbeeld in een procedure als de onderhavige over een handhavingsbesluit op grond van de Whc. Als de onjuistheid van gegevens in de jaarrekening ten grondslag wordt gelegd aan een dergelijk handhavingsbesluit, zal de bestuursrechter daarover in beginsel een oordeel moeten vellen. Wanneer hangende de bestuursrechtelijke procedure ook een procedure bij de OK aanhangig is gemaakt, kan de bestuursrechter daarbij in voorkomende gevallen het oordeel over de juistheid van de jaarrekening aanhouden totdat de OK een beslissing heeft genomen. Wanneer dat niet het geval is, kan de bestuursrechter, anders dan Marseille in haar annotatie onder de uitspraak van de OK suggereert, niet doorverwijzen naar de OK (zie TvJ 2024, afl. 1, p. 32-34). Kortom, een grondige bezinning op dit onderwerp lijkt verstandig. Daarbij kan ook worden betrokken de door Willems bekritiseerde wens van de AFM om een bestuursrechtelijke bevoegdheid te verkrijgen om

zelfstandig bevelen te kunnen geven over de inrichting van de jaarrekening (J.H.M. Willems, 'Ondernemingskamer of College van Beroep voor het bedrijfsleven: wie is de rechter van het jaarrekeningrecht?', *TvOB* 2024/3, p. 64-69).

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

168

Wijziging van boetegrondslag in beroepsfase

Rechtbank Rotterdam
6 maart 2026, nrs. ROT 23/7389 en ROT 25/5849, ECLI:NL:RBROT:2026:2567
(mr. Van Velzen, mr. Vrolijk, mr. Groeneveld)
Noot mr. J.S. Roepnarain

Wijzigingsbesluit na toepassing van bestuurlijke lus. Boetegrondslag is gewijzigd. Reputatieschade als gevolg van onrechtmatige publicatie boetebesluit en overschrijding van redelijke termijn. Matiging van boete. Openbaarmaking van publicatiebesluit op door rechtbank voorgeschreven wijze. Vervolg op tussenuitspraak van Rb. Rotterdam 21 februari 2025, «JOR» 2025/214, m.nt. Nuijten.

[Wft art. 4:19 lid 2; Awb art. 8:51a, 8:72 lid 4, aanhef en onder b, 8:80a]

Naar aanleiding van de tussenuitspraak heeft de AFM op 2 mei 2025 een wijzigingsbesluit genomen. De AFM heeft zich in het wijzigingsbesluit terecht op het standpunt gesteld dat CAK drie ernstige overtredingen van art. 4:19 lid 2 Wft heeft begaan. De AFM heeft zich verder terecht op het standpunt gesteld dat CAK nog twee andere overtredingen van art. 4:19 lid 2 Wft heeft begaan, die naar het oordeel van de rechtbank niet ernstig zijn. De andere overtredingen die de AFM aan CAK heeft verweten (overtredingen 4, 7 en 8), zijn niet aangetoond en heeft de AFM dus ten onrechte aan het wijzigingsbesluit ten grondslag gelegd. Het gegeven dat een of meerdere aan een boete ten grondslag gelegde overtredingen komen te vervallen, leidt er in beginsel toe dat de opgelegde boete moet worden gematigd. In dit geval ziet