

lezing en begrip van de samenhang van mededelingen in het prospectus worden verwacht dan van particuliere beleggers. Echter onjuist gebleken en herziene cijfers in de jaarrekening kunnen niet vermoed worden juist te worden ingeschat door daarvan onkundige professionele beleggers.

18. In de jaarstukken over 2020 van Bankia SA staat dat de particuliere beleggers nagenoeg volledige compensatie hebben ontvangen voor geleden verliezen in diverse rechtszaken dan wel door vrijwillige betaling hiervan door Bankia. Het is nu aan het Tribunal Supremo om te bepalen in hoeverre ook professionele beleggers compensatie kunnen ontvangen.

prof. mr. T.M.C. Arons
hoogleraar Financieel recht en collectief ver-
haalsrecht, Universiteit Utrecht en legal counsel
VEB

12

Onerlijke handelspraktijken en consumentenbescherming

College van Beroep voor het bedrijfsleven
2 november 2021, nr. 21/94,
ECLI:NL:CBB:2021:969
(mr. Venekamp, mr. Stam, mr. Ludwig)
Noot prof. mr. T.M.C. Arons

Informatieverstrekking bij uitgifte van obligaties schiet ernstig tekort. Last onder dwangsom om overtredingen van Whc te beëindigen en informatiepositie van obligatiehouders te herstellen. Onduidelijke last(onderdelen). Geen schending van nemo tenetur-beginsel.

[Whc art. 8.8; BW art. 6:193b lid 3, onder a, 6:193d lid 1]

WindShareFund (hierna: WSF) heeft met betrekking tot de aankoopwaarden en de restwaarden van de windmolens essentiële informatie wegge laten respectievelijk informatie verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst

neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen. Wegens overtreding van art. 8.8 Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) jo. art. 6:193b lid 3, onder a jo. art. 6:193c lid 1 BW dan wel art. 6:193d lid 1 BW was AFM op grond van art. 3.4 lid 2 Whc in beginsel bevoegd tot het opleggen van een last onder dwangsom.

De obligatiehouders missen essentiële informatie over de besteding van de ingelegde gelden en over de ontwikkeling en waardering van de verworven activa. Dat belemmert de obligatiehouders om zich een reële voorstelling te maken van de verwachte rendementen en aan hun investering verbonden risico's. AFM heeft terecht geoordeeld dat, gelet op de belangen van de obligatiehouders, het noodzakelijk is de genoemde overtredingen te beëindigen en dat de informatiepositie van de obligatiehouders wordt hersteld. Naar het oordeel van het College is de last echter op verschillende onderdelen onvoldoende duidelijk en concreet, zodat het dwangsbesluit in zoverre voor vernietiging in aanmerking komt.

Het College heeft in zijn uitspraken van 10 januari 2018 («JOR» 2018/98, m.nt. Nuijten) en 4 september 2018 («JOR» 2018/249, m.nt. Nuijten) geoordeeld dat de verkrijging van wilsonafhankelijk materiaal langs de weg van een ingevolge art. 5:16 Awb of art. 1:74 Wft gedane inlichtingenvordering geen schending van art. 6 EVRM oplevert, ook niet als medewerking aan die inlichtingenvordering wordt afgedwongen via een last onder dwangsom en dat ook bewijsmateriaal waarvan het bestaan afhankelijk is van de wil van de verstrekker (wilsafhankelijk materiaal) mag worden afgedwongen voor toezichtdoeleinden.

Indien niet kan worden uitgesloten dat het materiaal tevens in verband met een "criminal charge" tegen de verstrekker zal worden gebruikt (vgl. EHRM 3 mei 2001, no. 31827/96, ECLI:NL:XX:2001:AN6999, NJ 2003/354 (J.B. tegen Zwitserland)), zullen de nationale autoriteiten moeten waarborgen dat de verstrekker van het wilsafhankelijk materiaal zijn recht om niet mee te werken aan zelfincriminatie effectief kan uitoefenen. Aangezien hierop gerichte regelgeving in Nederland ontbreekt, dient naar het oordeel van het College de nationale autoriteit die over de bevoegdheid beschikt om de verkrijging van wilsafhankelijk materiaal af te dwingen, in de vereiste waarborgen te voorzien. Om deze reden dient deze nationale autoriteit een hierop gerichte

clausulering te verbinden aan een vordering om inlichtingen waarvan dwang uitgaat.

Naar het oordeel van het College bestond voor AFM in dit geval geen aanleiding om in het nieuwe dwangsbesluit een dergelijke restrictie op te nemen. Het nieuwe dwangsbesluit heeft niet tot doel het verstrekken van informatie voor toezichtdoeleinden. Het Whc-onderzoek is afgerond. Deze last onder dwangsom strekt ertoe de in het onderzoek vastgestelde overtredingen van art. 8.8 Whc jo. art. 6:193b lid 3, art. 6:193c lid 1 en art. 6:193d lid 1 BW te beëindigen door informatieverstrekking aan de obligatiehouders. De kopieën die [naam 1] op grond van het dwangsbesluit aan AFM dient te verstrekken hebben enkel tot doel om vast te stellen of de in het eerdere onderzoek vastgestelde Whc-overtredingen zijn beëindigd. Van een vordering om inlichtingen is derhalve geen sprake.

X,
appellant,
hierna te noemen: [naam 1],
WindShareFund NV te Arnhem,
appellante 1,
hierna te noemen: WSF NV,
WindShareFund BV te Arnhem,
appellante 2,
hierna te noemen: WSF BV,
WindShareFund I BV te Arnhem,
appellante 3,
hierna te noemen: WSF I,
WindShareFund II BV te Arnhem,
appellante 4,
hierna: WSF II,
WindShareFund III BV te Arnhem,
appellante 5,
hierna: WSF III,
appellanten 2 tot en met 5 hierna tezamen: WSF,
gemachtigden: mr. G.P. Roth en mr. L.B.G. Hillen,
tegen
Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)
gemachtigde: mr. A.J. de Heer.

(...; red.)

Grondslag van het geschil

1.1. Het College gaat uit van de volgende feiten en omstandigheden. (...; red.)

Feiten

1.2. [naam 1] is enig certificaathouder van Stichting WSF Foundation Trustee (Stichting WSF FT) en enig aandeelhouder van WSF BV. Stichting WSF FT is enig aandeelhouder van WSF Holding B.V. Deze holding is enig aandeelhouder van WSF NV. WSF NV is enig statutair bestuurder en aandeelhouder van WSF I en III, alsmede enig aandeelhouder van WindShareFund Deutschland Verwaltungs GmbH (WSF Deutschland). Tot 27 september 2016 was WSF NV enig bestuurder en aandeelhouder van WSF II. Sinds die datum is WSF BV enig aandeelhouder van WSF II. [naam 1] is (direct of indirect) enig bestuurder van deze rechtspersonen.

1.3. WSF heeft (potentiële) investeerders het aanbod gedaan tot een investering in de financiering van de aankoop en de exploitatie van windturbine(s) met een rendement van 5% op jaarbasis. Hiertoe hebben WSF I, WSF II en WSF III achtereenvolgens obligaties (ClimateBonds) uitgegeven voor € 500,- per stuk.

1.4. Het aanbiedingsmateriaal bestaat bij WSF I, II en III uit een brochure en een Informatie Memorandum (IM-I-II-III) met informatie over onder meer het desbetreffende fonds, de groep van WSF en de (wijze van) investering. IM-I-II-III gaan ervan uit dat WSF I en II ieder één en WSF III twee windturbine(s) financieren tegen een aankoop prijs van 6 miljoen euro per stuk, zo'n tien keer de verwachte jaaropbrengst (door WSF de kapitalisatiefactor genoemd). WSF I, II en III financieren de aankoop van een windturbine met de uitgifte van ClimateBonds, een banklening en de inbreng van eigen vermogen van WSF NV van € 100.000 per windturbine. De ClimateBonds zijn (tussentijds) overdraagbaar. WSF NV is beheerder van WSF I en III en WSF BV is de beheerder van WSF II.

1.5. De ClimateBonds zijn door WSF I uitgegeven in de periode van 30 april 2015 tot en met 18 december 2015, door WSF II in de periode van 1 oktober 2016 tot en met 22 februari 2017 en door WSF III in de periode van 5 december 2017 tot en met 9 april 2018. De looptijd is bij WSF I maximaal 20 jaar en bij WSF II en III maximaal 10 jaar. WSF I heeft 5000 ClimateBonds uitgegeven (totale tegenwaarde € 2.500.000), WSF II 4.900 ClimateBonds (€ 2.450.000) en WSF III (in twee tranches) 9.800 ClimateBonds (€ 4.900.000).

1.6. WSF I kocht op 29 april 2016 het kapitaal aandeel van de Duitse Kommanditgesellschaft (KG)

Windpark Gau Heppenheim GmbH & Co. KG (Gau Heppenheim). Gau Heppenheim heeft één windturbine. WSF II en III kochten tezamen op 19 oktober 2017 het kapitaaltaandeel van de Windpark Tiefenbrunnen I GmbH & Co. KG (Tiefenbrunnen I). Tiefenbrunnen I heeft twee windturbines. Beherende vennoot van de KG's is WSF Deutschland.

Informatieverstrekking

1.7. Vanaf maart 2016 tot in ieder geval oktober 2018 heeft WSF de obligatiehouders middels drie-maandelijke nieuwsbrieven geïnformeerd. WSF heeft door middel van een "Markt Update 2019 WSF Fondsen", gedateerd 31 januari 2019 (eerste markt update) nadere informatie aan de obligatiehouders verstrekt over de gedane investeringen, de aangetrokken financiering, de besteding van de gelden en opbrengsten met bijbehorende geactualiseerde prognoses voor WSF I, II en III (de geactualiseerde prognoses 2019). Vervolgens heeft WSF met een "Nadere markt update", gedateerd 17 mei 2019 (tweede markt update) aanvullende informatie verstrekt. Daarna heeft WSF een "Nadere markt update", gedateerd 27 januari 2020 (derde markt update) bekend gemaakt met daarbij geactualiseerde prognoses (de geactualiseerde prognoses 2020).

Onderzoek en besluitvorming

1.8. Naar aanleiding van verzoeken van AFM in de periode december 2017 - oktober 2018 heeft WSF onder meer het aanbiedingsmateriaal, de aan de obligatiehouders gerichte nieuwsbrieven, een overzicht van mutaties van door WSF gebruikte bankrekeningen en bankafschriften verstrekt.

1.9. Op 7 januari 2019 heeft AFM aan [naam 1] haar voornemen kenbaar gemaakt om aan hem als medepleger van een overtreding door WSF op grond van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) een last onder dwangsom op te leggen, ertoe strekkende dat dat WSF alsnog bepaalde informatie verstrekt aan consumenten. Volgens AFM houdt WSF essentiële informatie achter 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. WSF overtreedt volgens AFM gelet hierop artikel 8.8 van de Whc, waarin het verbod op oneerlijke han-

delspraktijken is neergelegd, gelezen in samenhang met de artikelen 6:193b, derde lid, aanhef en onder a, en 6:193d, eerste en tweede lid, van het Burgerlijk Wetboek (BW).

1.10. Bij besluit van 6 mei 2019 (het primaire besluit) heeft AFM [naam 1] gelast binnen tien dagen aan consumenten de in dat besluit beschreven informatie over de aangetrokken financiering, de besteding van gelden en de wijze van investeren volledig, begrijpelijk en ondubbelzinnig schriftelijk te verstrekken en via de WSF-website aan een ieder ter beschikking te stellen. Daaraan heeft AFM op grond van artikel 3.4, achtste lid, van de Whc een aantal voorschriften verbonden. Eén en ander op straffe van verbeurte van een dwangsom van € 5.000,- voor iedere dag of gedeelte daarvan dat [naam 1] na afloop van de begunstigingstermijn niet aan de last voldoet, met een maximum van € 50.000,-. Daarbij heeft AFM [naam 1] medegedeeld dat zij dit besluit twee weken na de bekendmaking daarvan openbaar zal maken.

1.11. Bij uitspraak van 12 juli 2019 (ECLI:NL:RBROT:2019:8214) heeft de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam het besluit tot de openbaarmaking van het primaire besluit geschorst, omdat [naam 1] geen medepleger is van de gestelde overtreding door WSF.

1.12. Bij brief van 13 december 2019 heeft AFM aan [naam 1] haar voornemen kenbaar gemaakt om aan hem als feitelijk leidinggever (in plaats van medepleger) aan de overtreding door WSF van artikel 8.8 van de Whc, in samenhang met de artikelen 6:193b, derde lid, aanhef en onder a, 6:193c, eerste lid, en 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het BW, een nieuwe last onder dwangsom op te leggen.

1.13. AFM heeft haar beslissing op het bezwaar van [naam 1] neergelegd in twee brieven van 12 maart 2020. Deze twee brieven vormen gezamenlijk één besluit (met als besluitonderdelen: het herroepingsbesluit, het nieuwe dwangsombesluit en het nieuwe openbaarmakingsbesluit). AFM heeft het primaire besluit herroepen "om recht te doen aan het doel daarvan, te weten beëindiging van de overtreding" en in de plaats daarvan met toepassing van artikel 7:11, tweede lid, van de Awb het nieuwe dwangsombesluit genomen, waarin lastonderdelen waaraan nog niet is voldaan zijn geherformuleerd. AFM heeft aan [naam 1] (nu) als feitelijk leidinggever aan de overtreding door WSF van artikel 8.8 van de Whc, in samenhang met de artikelen 6:193b, derde lid, on-

der a, 6:193c, eerste lid, en 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het BW, een nieuwe last onder dwangsom opgelegd en daarbij de tweede en derde marktupdate en de geactualiseerde prognoses 2020 betrokken. Volgens AFM is ondanks het uitbrengen van deze marktupdates (nog) sprake van onjuiste, misleidende of weggelaten informatie omdat WSF:

– met betrekking tot de restwaarden van de drie windmolens informatie heeft verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.

– met betrekking tot (-) de aankoopwaarden van de twee windmolens van WSF II en III, (-) de uitgaven uit hoofde van representatie- en reiskosten en het daaronder niet vermelden van de privé-uitgaven en (-) de uitgaven aan management/beheer informatie heeft verstrekt die feitelijk onjuist is of de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden en/of heeft WSF essentiële informatie weggelaten of verborgen gehouden of op onduidelijke, onbegrijpelijke, dubbelzinnige wijze dan wel te laat verstrekt, die de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit te nemen over een overeenkomst, waardoor deze consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.

1.14. Deze last onder dwangsom strekt ertoe dat [naam 1] binnen tien werkdagen na dagtekening van het besluit de overtreding staakt door zowel op de WSF-website voor eenieder, als per post of per e-mail aan individuele obligatiehouders volledig, begrijpelijk en ondubbelzinnig de volgende informatie openbaar te maken:

“A. Aankoopwaarden windmolens

WSF moet ten behoeve van ClimateBondHolders de uiteenlopende situaties eenduidig corrigeren en toelichten, waarin tussen WSF II en WSF III enerzijds een verhouding geldt van 32% respectievelijk 68% voor wat betreft de aankoopwaarden, de investering van gelden van ClimateBondHolders in Tiefenbrunnen en het aandeel in de bankleningen, en anderzijds een verhouding van 44% en 56% voor wat betreft de deelname en opbrengsten, en de aflossing van en rentebetalingen op de bankleningen.

B. Restwaarden windmolens

WSF moet aan ClimateBondHolders nieuwe actuele prognoses verstrekken met een duidelijk

conservatieve inschatting van restwaarden waarbij wordt medegedeeld dat een conservatieve inschatting van de restwaarde wordt gehanteerd omdat een meer concrete onderbouwing van de restwaarde niet gegeven kan worden. Tevens wordt inzicht gegeven in de impact die de wijziging van de restwaarde heeft op de beschikbare middelen na voldoening van alle rente- en aflossingsverplichtingen. Gedacht kan worden aan een grafische weergave per fonds, waarin een bereik van restwaarde wordt afgezet tegen beschikbare liquiditeit na voldoening van alle rente- en aflossingsverplichtingen. Daarnaast moet aan ClimateBondHolders worden medegedeeld dat de hoge restwaarden die zijn opgenomen in de Geactualiseerde Prognoses 2019 en Geactualiseerde Prognoses 2020 geen concrete onderbouwing bevatten en niet kunnen worden gebruikt voor het geven van voldoende inzicht.

C. Zakelijke kosten

WSF moet aan ClimateBondHolders meedelen dat vanaf de bankrekening van WSF NV met tegoeden die toebehoren aan WSF I, WSF II en WSF III privébetalingen zijn gedaan, met daarbij vermelding van de hoogte van die betalingen. Ook wordt medegedeeld dat die privébetalingen in de Markt update, de Nadere markt update en de Derde markt update ten onrechte als representatiekosten zijn opgevoerd.

D. Management-/beheervergoedingen

WSF moet aan ClimateBondHolders meedelen dat bij WSF I, WSF II en WSF III sprake is van doorlopende uitgaven aan management-/beheer. Ook moet WSF meedelen dat in de Nadere markt update en de Derde markt update ten onrechte de mededeling is gedaan dat de incasso van beheersvergoedingen voorlopig is opgeschort. Daarnaast moet WSF In te verstrekken nieuwe actuele prognoses rekening houden met de management-/beheerkosten die zijn betaald uit tegoeden die toekomen aan WSF I, WSF II en WSF III.”

[naam 1] dient binnen de begunstigingstermijn aan AFM een kopie van het bericht op de WSF-website, alsmede kopieën van deze informatieverstrekking door WSF aan haar individuele obligatiehouders met steeds een bewijs van verzending, te verstrekken. Eén en ander op straffe van verbeurte van een dwangsom van € 5.000,- voor iedere kalenderdag of gedeelte daarvan dat [naam 1] na afloop van de begunstigingstermijn niet aan de last voldoet, met een maximum van

€ 50.000,-. Daarbij heeft AFM meegedeeld dat en hoe zij dit besluit openbaar zal maken.

Uitspraak van de rechtbank

2.1. De rechtbank heeft het beroep van appellanten voor zover gericht tegen het nieuwe openbaarmakingsbesluit gegrond en voor het overige ongegrond verklaard. De rechtbank heeft tevens het nieuwe openbaarmakingsbesluit vernietigd. De rechtbank heeft geoordeeld dat de heroverweging van het primaire besluit in overeenstemming is met wat de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State (Afdeling) heeft overwogen over de heroverweging van besluiten over een herstelsanctie (zie uitspraak van 28 oktober 2020 (ECLI:NL:RVS:2020:2571)).

2.2. De rechtbank heeft voorts, voor zover voor het hoger beroep van belang, het volgende overwogen:

“(…)

Aankoopwaarden van de windturbines van WSF II en III

(…)

6.4. Zoals de AFM terecht heeft opgemerkt, lijkt onjuist dat WSF III later dan WSF II haar aandeel in Tiefenbrunnen I heeft verkregen, nu WSF II en WSF III op 9 oktober 2017 gezamenlijk Tiefenbrunnen I hebben aangekocht. [naam 1] en WSF hebben hiertegen niets ingebracht en hebben met de enkele verwijzing naar het tijdsverloop tussen de inschrijffperiodes voor ClimateBonds bij WSF II en WSF III ook geen uitsluitel gegeven over het precieze tijdstip waarop WSF III haar aandeel dan wel zou hebben verkregen. Wat daar verder ook van zij, met de AFM is de rechtbank van oordeel dat indien WSF III haar aandeel in verband met het tijdsverloop tussen de inschrijffperiodes daadwerkelijk later zou hebben verkregen, voor de ClimateBondHolders van WSF II en met name WSF III als essentiële informatie heeft te gelden op grond van welke afwegingen tot de verschillende verhoudingen is gekomen, waarbij WSF III niet alleen (veel) meer dan WSF II heeft betaald voor de aankoop van Tiefenbrunnen I, maar vervolgens ook een daarmee niet corresponderend aandeel in Tiefenbrunnen I en recht op de netto-opbrengsten heeft verkregen. De enkele mededeling aan de ClimateBondHolders dat de marktprijs is gestegen geeft geen inzicht in deze afwegingen. Daarbij komt nog dat, zoals de AFM terecht heeft opgemerkt, het aandeel van WSF II en WSF III in de banklening van respec-

tievelijk 32% en 68% niet correspondeert met de verhouding van respectievelijk 44% en 56% bij de voor WSF II en WSF III begrote aflossings- en rentebetalingen. Eén en ander brengt dus mee dat de ClimateBondHolders in WSF III ten opzichte van de ClimateBondHolders in WSF II een geringer belang en een kleiner deel in de opbrengst ontvangen, maar zwaarder worden belast in de aflossings- en rentebetalingen, dan op basis van de verhouding van deelname kon worden verwacht. Dit onderstreept eens te meer het belang dat de ClimateBondHolders worden geïnformeerd over de afwegingen op grond waarvan tot de verschillende verhoudingen is gekomen.

6.5. Gezien het voorgaande heeft de AFM terecht geconcludeerd dat essentiële informatie is weggelaten of dat de wel verstrekte informatie feitelijk onjuist of misleidend is, zodat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc.

Restwaarden van de windturbines van WSF I, II en III

(…)

6.7. Met de AFM is de rechtbank van oordeel dat bij gebrek aan een concrete, objectieve onderbouwing daarvoor, niet realistisch is dat een windturbine na verloop van 20 jaar slechts 1% van zijn aankoopwaarde zou hebben verloren (WFS I) en dat twee windturbines in waarde zouden toemenen na verloop van 10 jaar (WSF III), te minder nu diezelfde twee windturbines in de berekening van de restwaarde voor WSF II over een periode van 10 jaar ongeveer een derde van hun waarde zouden verliezen. Voor zover [naam 1] en WSF zouden moeten worden gevolgd in hun standpunt dat de AFM bij de vaststelling van het belang van WSF II en III had moeten uitgaan van 32% in plaats van 44% (WSF II) en 68% in plaats van 56% (WSF III), kan dit hun niet baten. Uit de in de beroepsgronden opgenomen tabel volgt immers dat, uitgaande van deze volgens [naam 1] en WSF te hanteren percentages, WSF II in de geactualiseerde prognoses 2020 een waardedaling van (haar belang in) de windturbines verwacht tussen de 1% en 23% en dat WSF III in de geactualiseerde prognoses 2020 een waardedaling van (haar belang in) de windturbines verwacht tussen de 2% en 15%, terwijl zij bij aanbidding een waardedaling van de windturbines verwachtten tussen de 22% en de 44%. Deze in de geactualiseerde prognoses 2020 door WSF II en III verwachte waardedaling wijkt niet alleen sterk af van de bij de aanbidding door hen verwachte waardedaling, maar

is bij gebrek aan een concrete, objectieve onderbouwing evenmin realistisch te noemen. Bovendien blijft het zeer opvallend dat er verschillen zijn in de verwachte waardedaling bij WSF II en WSF III, terwijl het om dezelfde twee windturbines gaat.

6.8. Met de AFM is de rechtbank verder van oordeel dat [naam 1] en WSF geen concrete, objectieve onderbouwing hebben gegeven voor de sterke stijging van de restwaarden in de geactualiseerde prognoses van 2019 en 2020 ten opzichte van de verwachte restwaarden bij de aanbidding van de ClimateBonds. Onvoldoende in dat opzicht zijn de stellingen van [naam 1] en WSF dat er een groeiende markt vraag is, dat er een schaarste is aan windturbines die onder de oude EEG-regeling vallen en dat er een langere technische levensduur geldt dan verondersteld. De door [naam 1] en WSF ter ondersteuning hiervan overgelegde e-mails van hun Duitse adviseurs leiden niet tot een ander oordeel, reeds nu daaruit niet blijkt op welke onderzoeksgegevens deze adviseurs hun stellingen baseren. Overigens heeft de AFM er in dit verband terecht op gewezen dat WSF II en III de twee windturbines na het vervallen van de EEG-regeling per 1 januari 2017 hebben aangekocht en dat de ClimateBonds door WSF III pas nadien zijn uitgegeven, terwijl daarbij, net als bij de eerdere aanbidding van WSF II, een waardedaling van de windturbines werd verwacht tussen de 22% en de 44%. Dit valt moeilijk te rijmen met de stelling van [naam 1] en WSF dat het vervallen van de EEG-regeling per 1 januari 2017 een factor van belang is voor de sterke stijging van de restwaarden van de windturbines in de geactualiseerde prognoses.

Tot slot merkt de rechtbank nog op dat door [naam 1] en WSF al helemaal geen verklaring is gegeven voor de verschillen tussen de door WSF I, II en III verwachte waardedaling in de geactualiseerde prognoses, terwijl, zoals de AFM terecht heeft opgemerkt, de windturbines van WSF I en WSF II en III van hetzelfde type zijn en alle onder het gestelde 'gunstige EEG-tarief' vallen. Dit geldt niet alleen voor de reeds hiervoor genoemde verschillen tussen de verwachte waardedaling bij WSF II en WSF III, maar ook bijvoorbeeld voor de verwachte waardedaling van de windturbine van WSF I en de waardedaling zoals voor WSF II volgens de in de beroepsgronden opgenomen tabel wordt verwacht. Bij WSF II wordt na afloop van de looptijd van 10 jaar voor het defensieve en

neutrale scenario een waardevermindering van respectievelijk 23% en 14% verwacht. Ditzelfde geldt voor WSF I, echter na afloop van de looptijd van 20 jaar. Ook voor deze verschillen ontbreekt een verklaring.

6.9. Gezien het voorgaande heeft de AFM terecht geconcludeerd dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc, nu WSF met de door haar gecommuniceerde restwaarden informatie heeft verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.

Zakelijke kosten

(...)

6.1.1. Met de AFM is de rechtbank van oordeel dat deze laatstgenoemde betalingen met gelden van ClimateBondHolders een hoog persoonlijk karakter hebben en dat WSF door deze betalingen te presenteren als 'verblijfskosten' (Horeca, Retail, Contant), zoals lunches, diners en hotels, alsmede overige representatiekosten' en niet als privébetalingen, onjuiste of misleidende informatie heeft verstrekt, dan wel informatie heeft weggelaten. De vermelding in de derde markt update dat uitgaven door WSF NV zijn gedaan die een persoonlijk zakelijk karakter hebben, maakt dit niet anders. Met de toevoeging van 'zakelijk' aan het karakter en de opmerking dat deze uitgaven in het kader van de bedrijfsvoering van WSF zijn gedaan, wordt hoe dan ook de suggestie gewekt dat het uitgaven betreft met vooral een zakelijk karakter. De stelling van [naam 1] en WSF dat bij het hanteren van de term 'representatiekosten' aansluiting is gezocht bij de definitie zoals opgenomen op de website van de belastingdienst, kan hen evenmin baten. Nog daargelaten dat zij daarbij in hun beroepsgronden niet toelichten waarom de hier bedoelde uitgaven vallen onder deze definitie, is volstrekt helder dat bijvoorbeeld de uitgaven van in totaal ruim € 9.000,- voor bezoeken aan saunas en massagesalons niet vallen onder deze definitie. De eerst in repliek geponeerde stelling dat deze uitgaven zijn gedaan in verband met fysieke klachten van [naam 1] en dat het direct in het belang is van WSF en de ClimateBondHolders dat [naam 1] in gezondheid zijn activiteiten voor WSF kan uitvoeren, leidt niet tot een ander oordeel. Niet alleen is deze stelling op geen enkele wijze onderbouwd, ook wordt daarmee miskend dat [naam 1] zelf zijn medische kosten behoort te

dragen. Overigens is evenmin onderbouwd dat, zoals in de derde markt update wordt gesteld, een deel van de uitgaven niet ten laste van WSF NV zijn gebracht, maar door [naam 1] worden gedragen en zijn verrekend in rekening-courant.

6.12. Gezien het voorgaande heeft de AFM ook wat betreft de zakelijk kosten terecht geconcludeerd dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc. Daarbij heeft de AFM zich terecht op het standpunt gesteld dat het naar zijn aard essentiële informatie is voor de ClimateBondHolders om te weten hoe de door hen ingelegde gelden zijn besteed en dat deze onder andere zijn besteed voor diensten/producten met een hoog persoonlijk karakter.

Management- /beheervergoedingen

(...)

6.14. Met de AFM is de rechtbank van oordeel dat met de in de tweede en derde markt update gekozen bewoordingen en met de informatie in de geactualiseerde prognoses ten onrechte de suggestie wordt gewekt dat de kosten voor management-/beheervergoedingen niet worden gedragen door WSF I, II en III. Het bedrag van € 612.856 aan management-/beheervergoedingen is tenslotte reeds betaald en die betaling heeft WSF NV gedaan uit de aan haar overgeboekte inleg van de ClimateBondHolders. Gelet hierop is ook de opmerking in de derde markt update dat de aan WSF I, II en III in rekening gebrachte management- en beheerkosten pas na aflossing aan de ClimateBondHolders worden geïncasseerd door de beheerder, onjuist. De stelling van [naam 1] en WSF dat een deel van de doorlopende salariskosten in WSF NV wordt gefinancierd met de opbrengst van de uitgifte van zogenoemde Green Bonds kan hen reeds bij gebrek aan enige nadere toelichting en onderbouwing niet baten.

6.15. Gezien het voorgaande heeft de AFM terecht geconcludeerd dat WSF misleidende informatie heeft verstrekt dan wel informatie heeft weggelaten en dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc. Daarbij heeft de AFM zich terecht op het standpunt gesteld dat het naar zijn aard essentiële informatie is voor de ClimateBondHolders om te weten dat de management-/beheervergoedingen wel ten laste zijn gebracht van de door hen ingelegde gelden maar niet als zodanig in de geactualiseerde prognoses van 2019 en 2020 zijn verwerkt.

(...)

Belangenafweging

(...)

7.1. Dit betoog faalt. [naam 1] en WSF hebben sinds het voornemen tot het opleggen van een last onder dwangsom van 7 januari 2019 verzuimd de overtreding van artikel 8.8 van de Whc te beëindigen. Weliswaar is op bepaalde punten alsnog essentiële informatie aan ClimateBondHolders verstrekt, maar dit doet niet af aan het voortduren van de overtreding. Het standpunt van [naam 1] en WSF dat de overtreding, gelet op het feit dat de AFM in het dwangsombesluit van 6 mei 2019 is begonnen met zeventien tekortkomingen in de informatieverstrekking aan de ClimateBondHolders en zich in het nieuwe dwangsombesluit op nog slechts vier tekortkoningen beroept, thans als (veel) minder ernstig moet worden beschouwd, volgt de rechtbank niet. Nog daargelaten dat het aantal in de oorspronkelijke lastonderdelen en in de nieuwe lastonderdelen te lezen tekortkomingen arbitrair is, is gelet op wat de rechtbank hiervoor onder 6.1. tot en met 6.18. heeft overwogen, nog altijd sprake van een ernstige overtreding. De aan [naam 1] en WSF gemaakte verwijten zijn in de kern immers niet veranderd. De opmerking van [naam 1] en WSF dat de AFM in het kader van de belangenafweging de coöperatieve opstelling van [naam 1] heeft miskend, gaat daar ten onrechte aan voorbij. Voor zover de reputationele en financiële gevolgen van het nieuwe dwangsombesluit voor [naam 1] thans groter zijn omdat hij de ClimateBondHolders verplicht moet gaan medelen dat eerder verstrekte informatie onjuist is, is dit in de eerste plaats het gevolg van de handelingen van [naam 1] en WSF zelf en kan daaraan dan ook geen zwaarder gewicht worden toegekend dan aan het belang van de ClimateBondholders bij naleving van artikel 8.8 van de Whc. Ditzelfde geldt voor de stelling van [naam 1] en WSF dat zij worden opgezadeld met extra hoge kosten om aan de eisen van de AFM te voldoen, nog daargelaten dat het niet zo zeer eisen van de AFM zijn, maar eisen betreffen die volgen uit de Whc. Voor zover het prospectustraject van WSF en daarmee de door haar gewenste en benodigde schaalgrootte als gevolg van het nieuwe dwangsombesluit verder wordt gefrustreerd, biedt dit evenmin grond om het belang van de ClimateBondholders niet te laten prevaleren.
(...)"

*Beoordeling van het geschil in hoger beroep**Omvang van het hoger beroep*

3. Zoals het College al heeft overwogen, bestaat het besluit van 12 maart 2020 uit: het herroepingsbesluit, het nieuwe dwangsbesluit en het nieuwe openbaarmakingsbesluit. De rechtbank heeft het nieuwe openbaarmakingsbesluit vernietigd en het beroep voor het overige ongegrond verklaard. Nu appellanten hun hoger beroep uitdrukkelijk hebben beperkt tot die ongegrondverklaring, is de omvang van het hoger beroep daartoe beperkt. Daarmee valt de beslissing van de rechtbank over de openbaarmaking buiten de omvang van het hoger beroep. Het openbaarmakingsbesluit van 23 april 2021 is dus geen besluit als bedoeld in artikel 6:19, eerste lid, van de Awb. Van die beslissing heeft het College op de zitting van 21 september 2021 aan de partijen mededeling gedaan.

Aankoopwaarden van de windturbines van WSF II en III

4.1. De eigendomsverhouding van WSF II en WSF III in Tiefenbrunnen I van 44% respectievelijk 56% weerspiegelt in de visie van appellanten niet de bedrijfseconomische realiteit. WSF II loopt namelijk langer (en een hoger) beleggingsrisico dan WSF III, omdat WSF II al op 21 maart 2017 € 1.400.000,- aan de verkoper betaalde en WSF III pas in de periode van 29 december 2017 tot en met 18 mei 2018 totaal € 2.950.167,71. Ten tijde van de inschrijving van WSF II was Tiefenbrunnen I nog niet aangekocht met als gevolg dat er een grotere onzekerheid bestond over de aanwending van de ingelegde obligatiegelden. Dat verschil in instapmoment (en daarmee het onderscheid in beleggingsrisico) en de tussentijds veranderde marktomstandigheden rechtvaardigen een bijstelling, ter discretie van de beheerder van WSF II en WSF III (lees: [naam 1]), van de verhouding (ten opzichte van de deelname 44/56%) waarin WSF II en III bijdragen in de kosten voor de aankoop van de windturbines. Naast het feitelijk geïnvesteerde bedrag en het moment daarvan, heeft WSF In haar (nadere) markt updates een toelichting gegeven op de ontwikkelingen in de markt en de bestaande afhankelijkheden wat betreft de waardering. De omstandigheden die volgens appellanten de stijging van de marktprijzen in die periode hebben veroorzaakt zijn de in het algemeen stijgende vraag van beleggers naar

duurzame investeringsmogelijkheden en de wijziging van de EEG-regeling per 1 januari 2017 (dus na de opening van de inschrijving WSF II, maar vóór de inschrijving van WSF III) waardoor er sprake is van groeiende schaarste én specifieke vraag naar turbines die nog onder de oude EEG-regeling vallen.

4.2. Volgens AFM ligt de kern van haar verwijt in de onduidelijkheid en de vragen die de verhouding in de aankoopwaarden van de windmolens (en die van de besteding van de obligatiegelden en de bankleningen) van 32% en 68% oproepen in relatie tot de met de obligatiehouders gecommuniceerde verhouding in (1) de deelname in de twee windmolens, (2) de uiteindelijke opbrengsten en (3) de aflos- en renteverplichtingen van 44% en 56%. Appellanten maken niet duidelijk om welke beleggingsrisico's het concreet gaat en zij laten na te onderbouwen hoe zij die hebben verdisconteerd. De door appellanten thans gegeven uitleg komt volgens AFM niet terug in de informatie die tot nu toe aan de obligatiehouders is verstrekt. Waar het volgens AFM om gaat is dat appellanten concreet maken hoe de marktprijs in de tussentijd is gestegen en hoe dit invloed heeft op de verschillende verhoudingen.

4.3.1. Het College stelt voorop dat WSF II en WSF III op 9 oktober 2017 gezamenlijk het aandeel van de commanditaire vennoot van Tiefenbrunnen I hebben gekocht in de eigendomsverhouding 44% en 56%. De financiering van het gezamenlijk project vond deels met eigen middelen plaats en deels met bankleningen van € 12.400.000,-. WSF II droeg uit eigen middelen € 1.400.000,- bij en WSF III € 2.950.167,71 (dus in de verhouding 32% en 68%). Uit de kasstroomprognoses, die deel uitmaken van de "geactualiseerde prognoses na aankoop" en de door WSF In de eerste markt update verstrekte informatie, volgt dat WSF II en WSF III delen in de netto-opbrengsten van het windpark in de verhouding van 44% en 56%. De kasstroomprognoses maken verder duidelijk dat de aflossing en rente op de bankleningen in diezelfde verhouding voor rekening van WSF II en III komen.

4.3.2. De "openingsbalansen" van de eerste markt update vermelden bij WSF II onder de activapost "Windturbine(s)" een waarde van € 5.135.578,- en een banklening van € 3.968.000,- en bij WSF III windturbine(s) met een waarde van € 10.982.000,- en een banklening van € 8.432.000,-. Die toerekening sluit dus aan bij de mate waarin WSF II en

WSF III uit eigen middelen hebben bijgedragen aan het gezamenlijke project (en niet bij de eigendomsverhoudingen) en strookt niet met de verhoudingen die volgen uit de kasstroomprognoses en de eerste markt update. De kasstroomprognoses bij de derde marktupdate van januari 2020 wijzigen de toerekening van de banklening aan WSF II en III onder de noemer “Gerealiseerd 2018” naar respectievelijk € 5.456.000,- en € 6.944.000,- en de waarde van de “Windturbine(s)” (het aandeel in het windpark) naar respectievelijk € 7.106.000,- en € 9.044.000,-, hetgeen overeenkomt met een verhouding van 44%/56%.

4.4. WSF heeft het verschil in verhoudingen (op p. 1 van de derde marktupdate) als volgt toegelicht: “Voor wat betreft de deelname van WSF II en III in Windpark Tiefenbrunnen I is de verhouding 44% respectievelijk 56%. De verhouding waarin WSF II en III recht hebben op de netto-opbrengsten van Tiefenbrunnen I betreft dezelfde verhouding en is als zodanig verwerkt in de (geactualiseerde) financiële prognoses. In de geactualiseerde prognoses zijn daarentegen de bankleningen naar rato van het door WSF II, respectievelijk III, geïnvesteerde bedrag weergegeven. Aangezien WSF III later haar aandeel in Windpark Tiefenbrunnen I heeft verkregen en de marktprijs ondertussen is gestegen, is de verwerkingswijze daarmee in overeenstemming gebracht.”

4.5. Het College volgt AFM niet dat hetzij de verhouding van de aankoopwaarden en bankleningen van 32%/68% onjuist is hetzij de verhouding van de verkregen aandelenbelangen van 44%/54%, omdat AFM onvoldoende duidelijk heeft gemaakt waarom die verhoudingen dezelfde zouden moeten zijn.

4.6. Het College is evenwel met de rechtbank en AFM van oordeel dat WSF I is gehouden om uitleg te geven hoe WSF II en WSF III de kosten en opbrengsten onderling verdelen. Als zij daarbij afwijken van de eigendomsverhoudingen zal WSF dat op niet mis te verstane wijze duidelijk moeten maken en dient zij daarvoor een inzichtelijke en overtuigende motivering te geven. Die informatie is namelijk voor de obligatiehouders van WSF II en III essentiële informatie. Het enkele gegeven dat WSF III haar aandeel later heeft verkregen en dat de marktprijs is gestegen, geeft onvoldoende inzicht in de afwegingen. Dat geldt naar het oordeel van het College ook wanneer die mededeling in samenhang wordt gezien met de toelichting die in de markt updates is gegeven op de ontwikkelin-

gen in de markt wat betreft de waardering van windmolens. Hetgeen appellanten in hoger beroep hebben aangevoerd over het verschil in instapmoment en het daarmee gepaard gaande verschil in beleggingsrisico komt niet terug in de informatie die WSF aan de obligatiehouders heeft verstrekt. WSF heeft aldus geen duidelijke verklaring aan de obligatiehouders van de verschillende verhoudingen tussen de aankoopwaarden en de verkregen belangen in het windpark gegeven. De verdeling van de bankleningen over WSF II en III in de kasstroomprognose van de derde markt update roept vragen op met betrekking tot de verenigbaarheid met de aankoopwaarden en (het aandeel in) de banklening zoals opgenomen in de openingsbalansen van de eerste markt update. Afgezet tegen in de in eerste markt update verstrekte informatie is onduidelijk (geworden) welk aandeel WSF II en III nu hebben in de banklening en wat nu de aankoopwaarde is van het aandeel in het windpark van WSF II en III. WSF heeft de correctie in de kasstroomprognoses van WSF II en III in de derde markt update niet nader toegelicht.

4.7. Gezien het voorgaande is weliswaar niet komen vast te staan dat de verstrekte informatie feitelijk onjuist of misleidend is, maar heeft de rechtbank terecht geoordeeld dat WSF essentiële informatie heeft weglaten, zodat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193d, eerste lid, van het BW. Dit betekent dat de hogerberoepsgrond faalt.

Restwaarden van de windturbines

5.1. Appellanten betogen dat het bij de restwaarden van de windturbines gaat om prognoses die volgens de inschatting van WSF aan het einde van de looptijd tenminste kunnen worden gerealiseerd. Deze prognoses zijn slechts ten dele op basis van objectieve criteria te bepalen. De rechtbank is ten onrechte voorbij gegaan aan de gegeven onderbouwing van de ontwikkeling van marktwaarden voor windturbines. Appellanten noemen in dit verband het wijzigen van de EEG-regeling per 1 januari 2017, de opinies van experts, de groeiende schaarste van de windturbines die onder die regeling vallen en een langere technische levensduur van een windturbine. WSF hanteert, zoals aan de obligatiehouders is toegelicht, voor de vaststelling van de restwaarden een kostprijsmodel. Voor de vaststelling van de rest-

waarden in het kostprijsmodel is de verhouding windopbrengsten en kapitalisatiefactor van belang en de restwaarden zijn (ten dele) opgesteld vanuit het perspectief van het kunnen betalen van de rente en het kunnen aflossen van de obligatiehouders.

5.2. Volgens AFM is de door WSF doorgevoerde stijging van de restwaarden niet onderbouwd, lopen de restwaarden voor de windmolens onderling uiteen en zijn er onverklaarbare verschillen. Appellanten kunnen niet goed verklaren hoe zij tot de verschillende restwaarden van de windmolens zijn gekomen en hoe de verschillende restwaarden zich tot elkaar verhouden. De door appellanten gegeven toelichting voor de stijging van de restwaarden acht AFM ontoereikend. Volgens AFM is een kostprijsmodel ongeschikt voor het vaststellen van de restwaarden van de windmolens.

5.3. Het College stelt voorop dat WSF (binnen grenzen) een zekere vrijheid heeft bij het bepalen van een afschrijvingsmethode. Een eenmaal gekozen methode van afschrijving en termijn kunnen echter niet zonder meer gewijzigd worden. WSF heeft in de IM's telkens drie scenario's (defensief, neutraal en optimistisch) uitgewerkt waarin de restwaarde wordt geprognosticeerd. Het startpunt van die berekening is een aankoopwaarde van € 6.000.000,- en een technische levensduur van 30 jaar. Het optimistische scenario gaat ervan uit dat een windturbine na 10 jaar ongeveer 33% en na 20 jaar ongeveer 67% van de oorspronkelijke waarde verliest. Dat scenario gaat dus uit van een lineaire afschrijving en een restwaarde aan het einde van de technische levensduur van nihil. Het IM van WSF I ging (voor de looptijd van 20 jaar) uit van een waardedaling tussen de 67% en de 79%, de geactualiseerde prognose 2019 van een waardedaling van 1%-19% en de geactualiseerde prognoses 2020 van een waardedaling van 6%-23%. AFM en WSF gebruiken in hun berekeningen voor WSF II en WSF III verschillende aankoopwaarden. Uitgaande van de berekeningen van WSF varieert de procentuele schatting van de waardevermindering voor WSF II respectievelijk WSF III over 10 jaar in de geactualiseerde prognoses 2020 ten opzichte van de aankoopwaarden tussen 23% en 1% respectievelijk 15% en 2%, terwijl het IM uitging van een waardedaling tussen 44% en 22%. Daarbij geldt dat de voor WSF II en WSF III in de geactualiseerde prognoses van 2019 genoemde restwaarden

nog hoger zijn ingeschat dan die in de geactualiseerde prognoses 2020. Deze verschillen in de waardedaling voeren terug op een ten opzichte van de IM's veel hogere verwachte restwaarde van de windturbines.

5.4. Het College overweegt dat WSF In de IM's, bij gebreke van ervaringscijfers over de verkoopwaarde van een windturbine na respectievelijk 10 en 20 jaar exploitatie, voor het neutrale scenario zelf heeft gekozen voor een lineaire waardevermindering naar een restwaarde van nul na 30 jaar exploitatie. Van dat uitgangspunt komt WSF terug in de geactualiseerde prognoses. In de geactualiseerde prognose 2020 in het neutrale scenario gaat zij bijvoorbeeld uit van een waardevermindering van 14% voor WSF I (na een looptijd van 20 jaar). De restwaarde van de windmolens (bij lineaire afschrijving en de oorspronkelijk begrote aankoopprijs) bedraagt dan aan het einde van de technische levensduur € 4.740.000,- (in plaats van nihil). Voor WSF II en WSF III rekent de geactualiseerde prognose 2020 met een waardedaling van respectievelijk 14% en 9% na een looptijd van 10 jaar. Ook hier gaat WSF nu (bij lineaire afschrijving) aan het einde van de technische looptijd dus uit van een zeer aanzienlijke restwaarde (van 58 c.q. 73% van de aankoopwaarde). De twee in januari 2019 door WSF geraadpleegde Duitse adviseurs menen een tendens van stijgende marktprijzen voor windturbines te ontwaren, maar geven geen concrete, objectieve onderbouwing voor de wezenlijk hogere restwaarden in de geactualiseerde prognoses. Die opvattingen schieten daarom tekort als verklaring om met het uitgangspunt in de IM's te breken. De rechtbank heeft de algemene stellingen van appellanten dat er een groeiende marktvaart is, dat er schaarste is aan windturbines die onder de oude EEG-regeling vallen en dat er een langere technische levensduur geldt dan verondersteld terecht onvoldoende geacht als onderbouwing voor de in de geactualiseerde prognoses van 2019 en 2020 gehanteerde restwaarden ("bruto verkoopopbrengst").

5.6. Het door WSF gehanteerde kostprijsmodel leidt voorts tot wispelturige uitkomsten. Zo kennen WSF II en WSF III een verschillende waardedaling van dezelfde twee windmolens en worden ten opzichte van de aanbieding veel hogere kapitalisatiefactoren gebruikt. Bij de vaststelling van de restwaarden zoals toegelicht in de derde markt update lijkt bovendien voor de aankoopwaarde een ander uitgangspunt te worden gehanteerd

dan in de IM's. Terwijl in de IM's wordt uitgegaan van de aankoopwaarde (gedefinieerd als "de waarde – de aankoopsom – waartegen de Windturbine(s) gekocht worden"), is in het kostprijsmodel zoals geschetst in de markt updates het uitgangspunt dat "alle uitgaven voor de aankoop van de windturbine inclusief eventueel werkkapitaal en bijkomende kosten alsmede de eenmalige kosten zoals door WSF NV aan de WSF entiteit in rekening gebracht" de kostprijs vormen. Het kostprijsmodel is daarmee onvoldoende robuust om de restwaarde te bepalen.

5.7. Zolang een concrete, objectieve onderbouwing voor een andere waardering en afschrijving ontbreekt, moet WSF in haar geactualiseerde prognoses vasthouden aan de bij aanbidding gekozen uitgangspunten. Met de rechtbank is het College dan ook van oordeel dat AFM terecht heeft geconcludeerd dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc, in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193c, eerste lid, van het BW, nu WSF met de door haar gecommuniceerde restwaarden informatie heeft verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen. De hogerberoepsgrond slaagt niet.

Zakelijke kosten

6.1. Appellanten betwisten dat WSF door betalingen in de nadere markt updates te presenteren als (overige) representatiekosten onjuiste of misleidende informatie heeft verstrekt, dan wel informatie heeft weggelaten. WSF NV maakt kosten in verband met doorlopend onderzoek naar en acquisitie van windmolens en de plaatsing van ClimateBonds in daartoe op te richten nieuwe WSF-entiteiten en KG's. WSF NV heeft eigen inkomsten, waaronder een aanzienlijke belastingteruggave. [naam 1] is als bestuurder van WSF NV vrijwel voortdurend "op pad". De kosten die [naam 1] namens WSF NV maakt zijn geen privébetalingen, maar vallen onder de noemer representatiekosten. De rechtbank heeft zich laten meevoeren in het vertekende beeld dat AFM geeft van een ondernemer die uitgaven niet in het kader van de bedrijfsvoering doet. WSF NV leidt uit overleg met de Belastingdienst overigens af dat [naam 1] een lager loon geniet dan het gebruikelijk loon ex artikel 12a Wet loonbelasting 1964.

Om iedere discussie of suggestie voor te zijn, heeft [naam 1] de betrokken kosten op zich genomen. De daarmee samenhangende aanpassing in de rekening courant verhouding is verwerkt in "other receivables" van de jaarrekening 2019 WSF NV.

6.2. Van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 zijn vanaf de bankrekening van WFS NV betalingen gedaan tot € 32.113,84 en € 68.028,12. AFM rubriceert de eerste post als "Reiskosten" en de tweede post als "Horeca/Retail/Contant". De IM's kennen voor deze kostenposten geen voorziening. WSF heeft in haar eerste markt update een aanvullende kostenpost opgenomen voor "Representatie- en reiskosten: EUR 100k". In het primaire besluit heeft AFM overwogen dat die aanvullende kostenpost niet ziet op de betalingen van € 68.028,12 voor "Horeca/Retail/Persoonlijke diensten/Contant". Dat betreft geen "representatiekosten", omdat de betalingen een hoog persoonlijk karakter dragen. WSF heeft deze kosten in de tweede en derde markt update nader toegelicht. In de derde markt update staat hierover (op respectievelijk p. 2 en p. 23) vermeld:

"WSF Informeert de ClimateBondHolders dat er in de periode 2015 tot en met 2018 cumulatief ongeveer EUR 100.000 aan uitgaven door WSF N.V. zijn gedaan die een persoonlijk zakelijk karakter hebben, maar ondanks dat deze in het kader van de bedrijfsvoering van WSF zijn gedaan, voor een deel niet ten laste van WSF N.V. zijn gebracht maar door de betrokken bestuurder worden gedragen en zijn verrekend in rekening-courant."

en

"Uitgaven uit hoofde van representatie- en reiskosten, cumulatief over een periode van 2015 tot en met 2018 bestaan voor ongeveer EUR 32.114 uit uitgaven voor vlieg-, treintickets en andere vervoerskosten. En voor ongeveer EUR 68.028 uit verblijfskosten (Horeca. Retail, Contant), zoals lunches, diners en hotels, alsmede overige representatiekosten. Deze uitgaven met een persoonlijk zakelijk karakter zijn gedaan in het kader van de bedrijfsvoering van WSF. Desalniettemin is een deel niet ten laste gebracht van WSF maar wordt deze gedragen door de betrokken bestuurder en is een en ander verrekend in rekening-courant."

6.3. AFM houdt vast aan haar standpunt dat de betreffende uitgaven niet te beschouwen zijn als representatiekosten met een "persoonlijk zakelijk karakter", maar kwalificeren als privébetalingen.

Deze kosten zijn gemaakt in een periode waarin het beschikbare kapitaal nagenoeg geheel uit de overgeboekte gelden van de obligatiehouders bestond. Volgens AFM dient [naam 1] aan de obligatiehouders inzichtelijk en kenbaar te maken dat met hun gelden privébetalingen zijn gedaan en wat de omvang van die privébetalingen is geweest. Op dit punt is [naam 1] volgens AFM nog steeds in gebreke. Dat op een bepaalde manier verrekening heeft plaatsgevonden, laat het voorgaande volgens AFM onverlet.

6.4. AFM erkent dat WSV NV in de door AFM onderzochte periode een aantal teruggaven van de belastingdienst van enkele tienduizenden euro's heeft ontvangen (een teruggave van € 10.995,- en twee teruggaven van in totaal € 25.700,-). Naar het oordeel van het College kan AFM daarom niet zonder meer aannemen dat alle hier van belang zijnde uitgaven zijn gedaan uit tegoeden die toebehoren aan WSF I, WSF II en WSF III. AFM heeft voorts niet het bewijs geleverd dat de aankopen bij winkels, bestellingen bij webwinkels of contante betalingen geen zakelijke kosten, maar privébetalingen zijn. Of de uitgaven voor sauna, massage en osteopathie van ruim € 9.000,- privébetalingen van [naam 1] zijn en als zodanig niet onder de noemer "overige representatiekosten" kunnen worden gebracht, kan naar het oordeel van het College hier in het midden blijven, omdat deze kosten afgezet tegen het totaal van de uitgaven van € 4.179.987,- dan wel de éénmalig bijkomende kosten van € 3.141.596,- materiële betekenis missen. Dat betekent dat WSF de overtreding, inhoudende dat zij in haar informatieverstrekking aan de obligatiehouders essentiële informatie heeft weggelaten, heeft hersteld door in de tweede en derde markt update de in de eerste markt update genoemde post "Representatie- en reiskosten: EUR 100k" als hiervoor weergegeven nader te specificeren en toe te lichten.

6.5. De hogerberoepsgrond slaagt.

Management- en beheervergoeding

7.1. Appellanten beklemtonen dat het bij de geactualiseerde prognose gaat om de schatting van kasstromen, wat uitgaven en ontvangsten zijn en geen kosten en opbrengsten. WSF NV heeft, in verband met tegenvallende opbrengsten, besloten om de "managementvergoeding" (door WSF I, II, III te betalen aan WSF NV) pas na aflossing van de ClimateBonds aan het einde van de looptijd uit een eventueel "surplus" te incasseren. Aangezien

WSF op dit moment van mening is dat de incasso van de wel in rekening gebrachte "managementvergoedingen" bij WSF I, II en III op basis van de huidige prognoses minder waarschijnlijk is, zijn deze in de (geactualiseerde) kasstroomprognoses niet opgenomen. Het voorgaande laat volgens appellanten onverlet dat WSF NV kosten maakt voor de uitvoering van haar activiteiten als "initiator" van de WSF-entiteiten, voor doorlopende acquisitie, structurering en plaatsingen. Appellanten wijzen er voorts op dat (een deel van) de salarisbetalingen die door AFM in het nieuwe dwangsombesluit worden geclassificeerd als management/beheerkosten, reeds zijn opgenomen in de eenmalige kosten die aan WSF I, II en III zijn gealloceerd en dat WSF NV door middel van de uitgifte van zogenoemde Green Bonds financiering heeft aangetrokken waaruit (een deel van bijvoorbeeld) de doorlopende salariskosten in WSF NV worden gefinancierd. Het voldoen aan de eis van AFM dat in geactualiseerde prognoses een jaarlijkse kasstroom voor de managementvergoeding moet worden gepresenteerd, zou volgens appellanten betekenen dat de beleggers informatie ontvangen die niet strookt met de werkelijkheid.

7.2. Volgens AFM wekken appellanten ten onrechte de indruk dat de management- en beheerkosten niet ten laste zijn gebracht van de obligatiehouders. Volgens AFM is tot 3 oktober 2018 een bedrag van € 612.856,- aan management- en beheerkosten daadwerkelijk betaald, terwijl tot die datum de bankrekening van WSF NV nagenoeg uitsluitend was gevoed met inleg van de obligatiehouders. Daarmee staat voor AFM vast dat WSF NV de management-/beheerkosten heeft betaald van gelden die vanuit WSF I, WSF II en WSF III zijn overgemaakt naar de rekening van WSF NV. Op 3 oktober 2018 waren er geen inkomsten uit de Green Bonds. Volgens AFM zijn de obligatiehouders verkeerd voorgelicht, omdat de indruk is gewekt dat incassering van alle management-/beheerkosten niet of pas na de aflossing van de obligatiehouders zal plaatsvinden.

7.3. Het College overweegt hierover het volgende. In de IM's is in de exploitatieprognose voor WSF I een jaarlijkse management/beheervergoeding voor de beheerder opgenomen van € 33.000,- (exclusief BTW), voor WSF II van € 39.600 (exclusief BTW) en voor WSF III van € 79.200,- (exclusief BTW) (uitgaande van twee windturbines) mede voor "taken als managen van de diverse contrac-

ten, de communicatie naar de obligatiehouders, het maken van productanalyses en het voeren van de financiële administratie.” Appellanten ontkennen niet dat in de periode van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 vanaf de bankrekening van WFS NV € 612.856,07 is betaald voor “Management/Beheer” waaronder ook personeelskosten (met name salarissen) van € 563.482,36. AFM heeft, onbetwist door appellanten, berekend dat de beheervergoeding over die periode voor WSF I, II en III volgens de IM’s neerkomt op een bedrag van € 257.796,-. WSV NV had in dat tijdvak, behalve de teruggaven van de belastingdienst, op haar bankrekening geen andere inkomsten dan betalingen van de WSF-entiteiten.

7.4. WSF heeft in haar eerste markt update meegedeeld dat WSF NV “tot op heden geen beheersvergoedingen, waartoe zij conform de IM’s gerechtigd is, geïncasseerd heeft bij WSF I, II en III”. Voorts is de hoogte van de werkelijke éénmalige bijkomende kosten in WFS I, II en III meegedeeld (in totaal € 3.141.598,-), waarbij kosten voor management en beheer niet zijn benoemd. In de tweede markt update meldt WFS de door WSF NV gedane cumulatieve uitgaven, met inbegrip van € 612.856,- voor management en beheer. Uit de geactualiseerde prognoses na aankoop (2019) blijkt dat in de exploitatieprognoses 2019 voor WSF I, II en III geen managementvergoeding is opgenomen en dat de voor WSF I, II en III berekende éénmalige bijkomende kosten zijn opgenomen in de kasstroomprognoses. In de derde markt update is dit (op respectievelijk p. 3 en p. 21) nader toegelicht:

“In het belang van de ClimateBondHolders heeft de beheerder besloten dat ondanks dat de management- en beheerkosten aan WFS I, II en III in rekening worden gebracht, deze pas na aflossing aan de ClimateBondHolders worden geïncasseerd door de beheerder. In de (kastroom-) prognoses is er derhalve geen sprake in de komende jaren van een uitgave dienaangaande door WSF I, II en III en dus ook niet als zodanig verwerkt.”

“Bij de WSF entiteiten is slechts sprake van doorlopende uitgaven voor wat betreft management/beheer indien de beheervergoeding door WSF NV wordt geïncasseerd. Echter heeft WSF NV besloten de incasso van beheersvergoedingen voorlopig op te schorten; dat betekent dat er bij WSF NV weliswaar sprake is van doorlopende uitgaven

aan management/beheer, maar voornamelijk niet bij de WSF entiteiten (I, II, III).”

7.5. Het College is met AFM en de rechtbank van oordeel dat deze mededeling de indruk wekt dat management-/beheerkosten van WSF NV voornamelijk niet door de obligatiehouders worden gedragen. Voor de periode 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 is deze suggestie ook feitelijk onjuist en misleidend. Het bedrag van € 612.856,- ziet overwegend op salarisbetalingen. Dit bedrag is feitelijk betaald uit de financiële middelen van WSF I, II en III en appellanten hebben zelf ook aangevoerd dat een deel van de salarisbetalingen zijn inbegrepen in de éénmalige bijkomende kosten die ten laste van WSF I, II en III zijn gebracht. Dit zijn doorlopende kosten die, gelet op de in de IM’s verstrekte informatie, allereerst door de bedongen managementvergoeding zouden moeten worden gedekt. Gelet op het voorgaande is het College van oordeel dat de mededeling dat de aan WFS I, II en III in rekening worden gebrachte management- en beheerkosten pas na aflossing aan de obligatiehouders worden geïncasseerd, informatie is die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden nu WSF daarmee ten onrechte de suggestie wekt dat WSF I, II en III deze kosten van WSF NV voornamelijk niet dragen.

7.6. Met de rechtbank is het College van oordeel dat AFM terecht heeft geconcludeerd dat WSF misleidende informatie heeft verstrekt dan wel informatie heeft weggelaten en dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193c, eerste lid, van het BW dan wel artikel 6:193d, eerste lid, van het BW voor zover het gaat om de door AFM onderzochte periode 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018. De hoger beroepsgrond slaagt niet.

Tussenconclusie

8.1. Het voorgaande leidt tot de conclusie dat de rechtbank terecht heeft geoordeeld dat WSF met betrekking tot de aankoopwaarden essentiële informatie heeft weglaten, zodat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193d, eerste lid, van het BW, dat WSF met betrekking tot de restwaarden informatie heeft verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan

nemen dat hij anders niet had genomen, zodat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193c, eerste lid, van het BW en dat WSF met betrekking tot de mededeling dat tot op heden geen management- en beheervergoedingen zijn geïncasseerd en dat de incasso daarvan voorlopig is opgeschort misleidende informatie heeft verstrekt dan wel informatie heeft weggelaten en dat sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc in verbinding met artikel 6:193b, derde lid, onder a, in samenhang met artikel 6:193c, eerste lid, van het BW dan wel artikel 6:193d, eerste lid, van het BW voor zover het gaat om de door AFM onderzochte periode 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018. Wegens deze overtredingen was AFM op grond van artikel 3:4, tweede lid, van de Whc in beginsel bevoegd tot het opleggen van een last onder dwangsom.

8.2. De bevoegdheid tot het opleggen van een last onder dwangsom ontbreekt ten aanzien van de zakelijke kosten, aangezien op dit punt geen sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc.

Belangenafweging

9.1. Appellanten betogen dat de rechtbank onvoldoende gewicht heeft toegekend aan de reductie (naar vier) van de elf tekortkomingen in het primaire besluit. AFM had in de belangenafweging die vermindering moeten betrekken bij de vraag of oplegging van de nieuwe last nog steeds opportuun was.

9.2. Volgens AFM zijn de obligatiehouders als gevolg van de tekortkomingen van WSF op dit moment niet in staat om zich een oordeel te vormen over hoe de WSF-entiteiten hun gelden besteden (management/beheervergoedingen), hoe uitvoering wordt gegeven aan hetgeen is meegedeeld in de informatiememoranda en de obligatieovereenkomst (aankoopwaarde en verkregen belang) en of het realistisch is dat in de toekomst blijvend aan rente- en aflossingsverplichtingen kan worden voldaan en welke opbrengsten er gerealiseerd kunnen worden (restwaarden). In de belangenafweging is meegewogen dat appellanten inspanningen hebben verricht om de eerder ontbrekende informatie aan de obligatiehouders te verstrekken. Dat heeft AFM niet tot een andere conclusie gebracht, nu volgens AFM, ondanks

deze inspanningen, sprake is van ernstige tekortkomingen die nog altijd voortduren.

9.3. Naar het oordeel van het College is het opleggen van de last onder dwangsom hier niet in strijd met artikel 3:4, tweede lid, van de Awb en heeft AFM het dwangsbesluit toereikend gemotiveerd. AFM heeft blijkens dat besluit uitdrukkelijk rekening gehouden met de omstandigheid dat [naam 1] zich gedurende het onderzoek coöperatief heeft opgesteld en hij eerder ontbrekende essentiële informatie alsnog heeft verstrekt aan de obligatiehouders. Dat neemt niet weg dat de overtreding door WSF nog altijd voortduurt en dat de nog bestaande tekortkomingen ernstig zijn. De obligatiehouders missen essentiële informatie over de besteding van de ingelegde gelden en over de ontwikkeling en waardering van de verworven activa. Dat belemmert de obligatiehouders om zich een reële voorstelling te maken van de verwachte rendementen en aan hun investering verbonden risico's. AFM heeft terecht geoordeeld dat, gelet op de belangen van de obligatiehouders, het noodzakelijk is de hiervoor genoemde overtredingen te beëindigen en dat de informatiepositie van de obligatiehouders wordt hersteld. Naar het oordeel van het College zijn de nadelige gevolgen van het besluit voor WSF niet onevenredig in verhouding tot de met het besluit te dienen doelen.

De aan de last verbonden voorschriften

10.1. Appellanten betogen dat de aan de last verbonden voorschriften (zoals hiervoor onder 1.14 weergegeven) niet voldoen aan het in de jurisprudentie ontwikkelde criterium dat degene tot wie de last onder dwangsom is gericht niet in het duister hoeft te tasten over hetgeen gedaan of nagelaten moet worden om de overtreding te beëindigen. Wat betreft de aankoopwaarden is volgens appellanten niet duidelijk wat die correctie (dan wel formulering) dan specifiek volgens AFM zou moeten zijn en is het gelasten van een correctie niet consistent met de kern van het verwijt van AFM dat de door WSF gecommuniceerde verhoudingen vragen oproepen. Dat is iets anders dan dat deze verhoudingen onjuist zouden zijn. Wat betreft de restwaarden is volgens appellanten onduidelijk hoe een "duidelijk conservatieve inschatting" er concreet moet uitzien. AFM volstaat slechts met de terugkerende opmerking dat de gegeven prognoses niet realistisch zijn. Wat betreft de management- en beheervergoeding is

volgens appellanten onduidelijk wat moet worden verstaan onder “rekening houden” nu prognoses toekomstgericht zijn en het bedrag dat ter discussie staat (€ 612.856,-) als onderdeel van de “eenmalige bijkomende kosten” reeds bij WSF I, II en III is geïncasseerd. Het lijkt AFM bij dit onderdeel erom te gaan dat WSF verduidelijkt dat de reeds eenmalig gemaakte kosten voor management-/beheer van WSF NV door WSF I, II en III worden gedragen. Dat is iets anders dan de mededeling van WSF dat de incasso van de beheersvergoeding voorlopig is opgeschort.

10.2. AFM heeft wat betreft de aankoopwaarden uiteengezet dat wat precies als juist heeft te gelden niet kan worden vastgesteld en dat zij daarom de volgende mogelijkheden ziet: de verhouding van de aankoopwaarden en de bankleningen van 32%/68% is onjuist, dan wel de verkregen aandelen belangen en deelname in de windopbrengsten van 44%/56% is onjuist, dan wel moet een deugdelijke verklaring aan de obligatiehouders worden gegeven voor de van elkaar verschillende verhouding. Wat betreft de restwaarden is het aan [naam 1] om te bepalen hoe aan de hand van de wel beschikbare data deze conservatieve inschatting kan worden gegeven. Als [naam 1] kan onderbouwen dat bepaalde waarden realistisch zijn, kan dat onder omstandigheden voldoende zijn. Wat betreft de management-/beheersvergoedingen heeft AFM toegelicht dat zij niet heeft vastgesteld of na 3 oktober 2018 sprake is geweest van doorlopende uitgaven aan management en beheer, maar dat in ieder geval het bedrag van € 612.856,- tot 3 oktober 2018 is geïncasseerd bij de WSF-entiteiten en dat in die zin in de tweede en derde markt update ten onrechte de mededeling is gedaan dat de incasso van beheersvergoedingen voorlopig is opgeschort. WSF wekt tot op heden de indruk dat het bedrag van € 612.856,- enkel is uitgegeven door WSF NV en dat dit bedrag nog niet is geïncasseerd. In de geactualiseerde exploitatieprognoses is het bedrag van € 612.856,- niet verwerkt in de opsomming van de uitgaven. Dat deze management- en beheerskosten zouden zijn geïncasseerd onder de noemer eenmalige kosten, blijkt volgens AFM ook niet uit de geactualiseerde exploitatieprognose.

10.3.1. Wat betreft de aankoopwaarden windmolens overweegt het College het volgende. AFM heeft te kennen gegeven dat wanneer beide verhoudingen juist zijn, de afweging van de WSF-entiteiten hoe zij tot de verschillende verhoudingen

zijn gekomen, essentiële informatie is voor de obligatiehouders van WSF II en WSF III. Deze laatste mogelijkheid, inhoudende dat WSF onder omstandigheden kan volstaan met een eenduidige toelichting, blijkt echter niet uit de last die AFM heeft opgelegd, aangezien AFM [naam 1] ook heeft gelast om de uiteenlopende situaties eenduidig te corrigeren. De last is naar het oordeel van het College op dit punt onvoldoende duidelijk. Het dwangsombesluit komt in zoverre voor vernietiging in aanmerking.

10.3.2. Ten aanzien van de restwaarden windmolens is het College van oordeel dat de opdracht om een nieuwe actuele prognose met een duidelijk conservatieve inschatting te verstrekken onvoldoende duidelijk en concreet is. Bovendien gaat het voorschrift “Tevens wordt inzicht gegeven in de impact die de wijziging van de restwaarde heeft op de beschikbare middelen na voldoening van alle rente- en aflossingsverplichtingen. Gedacht kan worden aan een grafische weergave per fonds, waarin een bereik van restwaarde wordt afgezet tegen beschikbare liquiditeit na voldoening van alle rente- en aflossingsverplichtingen” verder dan voor herstel van de overtreding noodzakelijk is en had voor dat deel om die reden niet mogen worden opgelegd. Het besluit komt ook in zoverre voor vernietiging in aanmerking.

10.3.3. Aangezien de bevoegdheid tot het opleggen van een last onder dwangsom ontbreekt ten aanzien van de zakelijke kosten, dient het nieuwe dwangsombesluit ook in zoverre te worden vernietigd.

10.3.4. Wat betreft de informatie over de management-/beheersvergoedingen is het College van oordeel dat de periode waarvoor de last is opgelegd te kort schiet. Het onderzoek van AFM ziet op de periode 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018. Voor de periode daarna heeft AFM niet aangetoond dat de verstrekte informatie inzake de management-/beheersvergoedingen feitelijk onjuist of misleidend is dan wel dat essentiële informatie niet is verstrekt. De last gaat op dit punt dan ook verder dan voor herstel van de overtreding noodzakelijk is en had voor dat deel dan ook niet opgelegd mogen worden. Het nieuwe dwangsombesluit komt ook in zoverre voor vernietiging in aanmerking.

10.4. De hogerberoepsgrond slaagt.

Nemo tenetur-beginsel

11.1. Appellanten betogen onder verwijzing naar de uitspraken van het College van 10 januari 2018 («JOR» 2018/98, m.nt. Nuijten; *red.*) (ECLI:NL:CBB:2018:3) en 4 september 2018 («JOR» 2018/249, m.nt. Nuijten; *red.*) (ECLI:NL:CBB:2018:444) dat AFM in het nieuwe dwangsombesluit een restrictie had moeten opnemen dat het wilsafhankelijke materiaal alleen zal worden gebruikt voor de uitoefening van het toezicht en niet voor beboeting of strafvervolgning (“restrictie”).

11.2. AFM is van oordeel dat geen restrictie behoefte te worden opgenomen in het nieuwe dwangsombesluit, omdat het niet tot doel heeft om van [naam 1] informatie af te dwingen die AFM voor toezichtsdoeleinden kan gebruiken. AFM vordert van [naam 1] geen informatie die zij nodig heeft voor haar nalevingstoezicht. Het Whc-onderzoek is afgerond. Deze last onder dwangsom strekt ertoe de in het onderzoek vastgestelde overtredingen te beëindigen.

11.3. Het College heeft in zijn uitspraken van 10 januari 2018 en 4 september 2018 geoordeeld dat de verkrijging van wilsonafhankelijk materiaal langs de weg van een ingevolge artikel 5:16 van de Awb of artikel 1:74 van de Wft gedane inlichtingenvordering geen schending van artikel 6 van het Europees Verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden oplevert, ook niet als medewerking aan die inlichtingenvordering wordt afgedwongen via een last onder dwangsom en dat ook bewijsmateriaal waarvan het bestaan afhankelijk is van de wil van de verstrekker (wilsafhankelijk materiaal) mag worden afgedwongen voor toezichtsdoeleinden. Indien niet kan worden uitgesloten dat het materiaal tevens in verband met een “criminal charge” tegen de verstrekker zal worden gebruikt (vgl. EHRM 3 mei 2001, no. 31827/96, ECLI:NL:XX:2001:AN6999, NJ 2003/354, J.B. tegen Zwitserland), zullen de nationale autoriteiten moeten waarborgen dat de verstrekker van het wilsafhankelijk materiaal zijn recht om niet mee te werken aan zelfincriminatie effectief kan uitoefenen. Aangezien hierop gerichte regelgeving in Nederland ontbreekt, dient naar het oordeel van het College de nationale autoriteit die over de bevoegdheid beschikt om de verkrijging van wilsafhankelijk materiaal af te dwingen, in de vereiste waarborgen te voorzien. Om deze reden dient deze nationale autoriteit een op het vorenstaande

gerichte clausulering te verbinden aan een vordering om inlichtingen waarvan dwang uitgaat.

11.4. Naar het oordeel van het College bestond voor AFM in dit geval geen aanleiding om in het nieuwe dwangsombesluit een restrictie als hiervoor bedoeld op te nemen. Anders dan in de situatie die in de voorgenoemde uitspraken aan de orde was waar het ging om een last onder dwangsom wegens het niet voldoen aan een inlichtingenvordering, heeft het nieuwe dwangsombesluit niet tot doel het verstrekken van informatie voor toezichtdoeleinden. Het Whc-onderzoek is afgerond. Deze last onder dwangsom strekt ertoe de in het onderzoek vastgestelde overtredingen van artikel 8.8 van de Whc, in samenhang met de artikelen 6:193b, derde lid, 6:193c, eerste lid en 6:193d, eerste lid, van het BW te beëindigen door informatieverstrekking aan de obligatiehouders. De kopieën die [naam 1] op grond van het dwangsombesluit aan AFM dient te verstrekken hebben enkel tot doel om vast te stellen of de in het eerdere onderzoek vastgestelde Whc-overtredingen zijn beëindigd. Van een vordering om inlichtingen als bedoeld in de voorgenoemde uitspraken van het College is derhalve geen sprake.

11.5. Deze hogerberoepsgrond faalt.

Conclusie

12.1. Het hoger beroep is gegrond. De aangevallen uitspraak dient te worden vernietigd. Doende hetgeen de rechtbank zou behoren te doen, zal het College het beroep tegen het nieuwe dwangsombesluit alsnog gegrond verklaren en dat besluit vernietigen, voor zover AFM heeft vastgesteld dat ten aanzien van de zakelijke kosten sprake is van een overtreding van artikel 8.8 van de Whc en [naam 1] daarvoor een last onder dwangsom heeft opgelegd en voor zover het betreft de aan de last verbonden voorschriften A, B, C en D. Het College zal met het oog op finale geschilbeslechting op de hierna te melden wijze zelf in de zaak voorzien en bepalen dat deze uitspraak in zoverre in de plaats treedt van het nieuwe dwangsombesluit (van 12 maart 2020):

“A. Aankoopwaarden windmolens

WSF moet ten behoeve van ClimateBondHolders de uiteenlopende situaties eenduidig toelichten, waarin tussen WSF II en WSF III enerzijds een verhouding geldt van 32% respectievelijk 68% voor wat betreft de aankoopwaarden, de investering van gelden van ClimateBondHolders in Tiefenbrunnen en het aandeel in de bankleningen,

en anderzijds een verhouding van 44% en 56% voor wat betreft de deelname en opbrengsten, en de aflossing van en rentebetalingen op de bankleningen.

B. Restwaarden windmolens

WSF moet aan ClimateBondHolders nieuwe actuele prognoses verstrekken. Daarnaast moet aan ClimateBondHolders worden medegedeeld dat de hoge restwaarden die zijn opgenomen in de Geactualiseerde Prognoses 2019 en Geactualiseerde Prognoses 2020 geen concrete onderbouwing bevatten en niet kunnen worden gebruikt voor het geven van voldoende inzicht.

D. Management-/beheervergoedingen

WSF moet aan ClimateBondHolders meedelen dat bij WSF I, WSF II en WSF III in de periode van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 sprake is van doorlopende uitgaven aan management-/beheer en dat in de Nadere markt update en de Derde markt update in zoverre ten onrechte de mededeling is gedaan dat de incasso van beheersvergoedingen voorlopig is opgeschort. Daarnaast moet WSF In te verstrekken nieuwe actuele prognoses zichtbaar rekening houden met de management-/beheerkosten die in de periode van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 zijn betaald door WSF I, WSF II en WSF III.”

12.2. Omdat de begunstigingstermijn is opgeschort tot twee weken nadat het College uitspraak heeft gedaan op het hoger beroep, ziet het College aanleiding om de begunstigingstermijn te verlengen tot twee weken na de datum volgende op de datum waarop een afschrift van deze uitspraak aan [naam 1] en WSF Is verzonden. Binnen die termijn kan [naam 1] alsnog de last naleven zonder dwangsommen te verbeuren.

Proceskosten

13. Het College veroordeelt AFM in de door appellanten in hoger beroep gemaakte proceskosten. (...; red.).

Beslissing

Het College:

- vernietigt de aangevallen uitspraak, voor zover aangevochten;
- verklaart het bij de rechtbank ingestelde beroep van appellanten tegen het nieuwe dwangsombesluit (van 12 maart 2020) gegrond en vernietigt dit besluit voor zover AFM heeft vastgesteld dat ten aanzien van de zakelijke kosten sprake is van een overtreding van artikel 8.8. van de Whc en

[naam 1] daarvoor een last onder dwangsom heeft opgelegd en voor zover het betreft de aan de last verbonden voorschriften A, B, C en D;

- bepaalt dat de aan de last verbonden voorschriften A, B en D als volgt komen te luiden:

“A. Aankoopwaarden windmolens

WSF moet ten behoeve van ClimateBondHolders de uiteenlopende situaties eenduidig toelichten, waarin tussen WSF II en WSF III enerzijds een verhouding geldt van 32% respectievelijk 68% voor wat betreft de aankoopwaarden, de investering van gelden van ClimateBondHolders in Tiefenbrunnen en het aandeel in de bankleningen, en anderzijds een verhouding van 44% en 56% voor wat betreft de deelname en opbrengsten, en de aflossing van en rentebetalingen op de bankleningen.

B. Restwaarden windmolens

WSF moet aan ClimateBondHolders nieuwe actuele prognoses verstrekken. Daarnaast moet aan ClimateBondHolders worden medegedeeld dat de hoge restwaarden die zijn opgenomen in de Geactualiseerde Prognoses 2019 en Geactualiseerde Prognoses 2020 geen concrete onderbouwing bevatten en niet kunnen worden gebruikt voor het geven van voldoende inzicht.

D. Management-/beheervergoedingen

WSF moet aan ClimateBondHolders meedelen dat bij WSF I, WSF II en WSF III in de periode van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 sprake is van doorlopende uitgaven aan management-/beheer en dat in de Nadere markt update en de Derde markt update in zoverre ten onrechte de mededeling is gedaan dat de incasso van beheersvergoedingen voorlopig is opgeschort. Daarnaast moet WSF In te verstrekken nieuwe actuele prognoses zichtbaar rekening houden met de management-/beheerkosten die in de periode van 10 juli 2015 tot en met 3 oktober 2018 zijn betaald door WSF I, WSF II en WSF III.”

- verlengt de begunstigingstermijn tot twee weken na de datum volgende op de datum waarop een afschrift van deze uitspraak aan [naam 1] en WSF Is verzonden;

- bepaalt dat deze uitspraak in zoverre in de plaats treedt van het vernietigde nieuwe dwangsombesluit (van 12 maart 2020);

- draagt AFM op het betaalde griffierecht van (...; red.) aan appellanten te vergoeden;

- veroordeelt AFM in de proceskosten van appellanten tot een bedrag van (...; red.).

NOOT

1. In deze zaak beschermt toezichthouder AFM beleggers door een niet onder toezicht staande instelling een last op te leggen die inhoudt dat zij haar beleggers van betere informatie moet voorzien. Deze last wordt opgelegd vanwege overtreding van de civielrechtelijke regeling oneerlijke handelspraktijken (ohp) via de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc). Zie uitgebreid hierover: C.W.M. Lieverse, *Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: taken en bevoegdheden van de AFM, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010*, Serie VHI deel 106, Deventer: Kluwer 2010. Met deze uitspraak van het CBb komt voor wat betreft de last die aan WindShareFund (WSF) en haar bestuurder wordt opgelegd een einde aan de juridische strijd. Zie: CBb 2 november 2021, ECLI:NL:CBB:2021:969 (*WindShareFund/AFM*). Het CBb vernietigt de uitspraak van de rechtbank, verklaart het bij de Rechtbank Rotterdam ingestelde beroep alsnog gedeeltelijk gegrond, vernietigt het dwangsombesluit van de AFM gedeeltelijk en herformuleert de aan de last verbonden voorschriften. De uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 15 januari 2021, kenmerk ROT 20/750, waartegen hoger beroep is ingesteld, is niet openbaar gemaakt op rechtspraak.nl. In deze annotatie ga ik in op de vraag naar nut en noodzaak om ook de bestuurder een last (onder dwangsom) op te leggen en de openbaarmaking van AFM-besluiten, hoorzittingen en rechterlijke uitspraken in het kader van de handhaving van de Whc.

2. De juridische structuur van WSF is als volgt. Charles Ratelband is enig certificaathouder van Stichting WSF Foundation Trustee (hierna: Stichting WSF FT) en enig aandeelhouder van WSF BV. Stichting WSF FT is enig aandeelhouder van WSF Holding BV, die op haar beurt enig aandeelhouder van WSF NV is. WSF NV is enig statutair bestuurder en aandeelhouder van de fondsen WSF I BV en WSF III BV en ook enig aandeelhouder van WindShareFund Deutschland VerwaltungsGmbH (WSF Deutschland). Tot 27 september 2016 was WSF NV enig bestuurder en aandeelhouder van WSF II. Nadien is WSF II BV enig aandeelhouder van WSF II. Zie r.o. 1.2 en

ook <https://www.windsharefund.com/investor-relations>

3. WSF I werd in april 2016 commandiet (kapitaalverstrekker) van Windpark Gau Heppenheim GmbH & Co. KG. Deze KG is eigenaar van één windmolen. WSF II en III hebben in oktober 2017 gezamenlijk kapitaal verstrekt in WindparkTiefenbrunnen I GmbH & Co. KG. Deze KG is eigenaar van twee windmolens. WSF Deutschland is van beide KG's behorend vennoot. Zie r.o. 1.6.

4. Kort het feitelijk kader. Ter financiering van de aankoop van deze windmolens hebben de WSF-fondsen obligaties met een jaarlijks rendement van 5% uitgegeven. De uitgifteprijs van deze ClimateBonds is € 500 per stuk. Om beleggers over deze projecten te informeren is een brochure en per fonds een Informatie Memorandum verstrekt. De aankoop van de windmolens werd gefinancierd door een banklening en inbreng in eigen vermogen door WSF NV. De looptijd van WSF I is maximaal 20 jaar; van WSF II en III beide maximaal tien jaar. In totaal is bijna € 10 miljoen bij obligatiehouders opgehaald. Zie r.o. 1.3-1.5.

5. Het geschil in deze zaak betreft twee juridische kwesties: de niet adequate informatieverstrekking door WSF aan consumenten en de openbaarmaking van AFM-besluiten en rechterlijke uitspraken. De eerste kwestie wordt met de uitspraak van het CBb beëindigd. De door het CBb geherformuleerde lasten onder dwangsom hebben als doel de vastgestelde overtredingen te beëindigen door aanvullende informatieverstrekking op de website aan eenieder en aan de obligatiehouders. Zie r.o. 11.4. Na onderzoek van het door WSF aan de AFM verstrekte wervingsmateriaal en bankafschriften heeft de AFM bij besluit van 6 mei 2019 de (in)direct en enig bestuurder van WSF als medepleger een last onder dwangsom opgelegd om nadere informatie aan beleggers te verstrekken. Zij heeft ook meegedeeld dit besluit na twee weken te publiceren. Zie art. 1:97 Wft. Bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam is hiertegen met succes opgekomen. Bij wijze van voorziening oordeelde de rechtbank de kwalificatie als medepleger onterecht en schorste zij de openbaarmaking van het besluit. Zie Rb. Rotterdam 12 juli 2019, ECLI:NL:RBROT:2019:8214. De AFM heeft vervolgens bij besluit van 12 maart 2020 de last onder dwangsom gewijzigd en nogmaals besloten tot openbaarmaking. Dit nieuwe openbaarmakings-

besluit is in beroep door de rechtbank vernietigd. Omdat tegen dat onderdeel van de uitspraak geen hoger beroep was ingesteld, ziet het hoger beroep niet meer op de openbaarmaking. De AFM nam echter wel een derde openbaaringsbesluit op 23 april 2021, maar dat kon geen onderdeel meer vormen van het al lopende hoger beroep. Gelet op het feit dat op de website van de AFM toch geen publicatie is terug te vinden, loopt tegen dat besluit naar verwachting een afzonderlijke procedure.

6. Op grond van de regeling oneerlijke handelspraktijken ("regeling ohp") handelt een handelaar onrechtmatig jegens een consument door essentiële informatie die de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, niet te verstrekken (art. 6:193b jo. art. 6:193d lid 2 BW). De informatie die een uitgevende instelling moet verstrekken op grond van (thans:) de Prospectusverordening is in ieder geval essentieel (art. 6:193f sub g BW). Aan beleggers moet de noodzakelijke informatie die voor hen van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te maken over de balans, winst- en verliesrekening en de financiële positie en vooruitzichten van de uitgevende instelling worden verstrekt (art. 6 Prospectusverordening). Uit de rechterlijke uitspraken blijkt niet dat de obligaties WSF I, II en III verhandelbaar zijn. Uitgaande van niet-verhandelbaarheid, zijn het geen effecten in de zin van art. 2 sub a Prospectusverordening. Indien zij wel verhandelbaar zijn, vallen zij onder de vrijstellingsregeling van art. 53 lid 1 Vrijstellingregeling Wft jo. art. 3 lid 2 Prospectusverordening. In dat geval had WSF ervoor kunnen kiezen om vrijwillig, dat wil zeggen onverplicht, een prospectus door de bevoegde autoriteit te laten goedkeuren. In dat geval zouden alle rechten en verplichtingen uit de Prospectusverordening van toepassing zijn. Zie art. 4 lid 2 Prospectusverordening.

7. In de Whc is de AFM aangewezen als de bevoegde autoriteit voor inbreuken op de regeling ohp. Zie art. 3.1 lid 1 en bijlage A Whc. Het is een handelaar als bedoeld in art. 6:193a lid 2 sub b BW niet toegestaan een ohp te verrichten. Zie art. 8.8 Whc. Op grond van art. 3.4 lid 1 Whc kan de AFM een openbare waarschuwing uitvaardigen bij een vastgestelde of dreigende inbreuk ter voorkoming van consumentenschade. Indien er een inbreuk is vastgesteld, kan de AFM een zelfstandige last, een bestuurlijke boete of een last

onder dwangsom opleggen. Zie art. 3.4 lid 2 Whc.

8. In deze zaak oordeelt het CBB dat de informatieverstrekking over aankoop- en restwaarden van de windmolens en de management/beheervergoedingen onjuist en onvolledig is geweest. Hoewel de overtreding blijkens de uitspraak is begaan door WSF, legt de AFM de last tot verbeterde informatieverstrekking op aan Ratelband als medepleger omdat hij de entiteiten van WSF heeft op- en ingericht, de uitgifte van de effecten heeft geïnitieerd en (middellijk) enig statutair bestuurder en enig certificaathouder/aandeelhouder van WSF is. De voorzieningenrechter geeft als voorlopig oordeel echter dat hij mogelijk als feitelijk leidinggever kan worden aangemerkt, maar niet als medepleger. De gedragingen van de bestuurder in het kader van de normale bedrijfsuitoefening worden toegerekend aan de WSF-rechtspersonen. Zij zijn de normadressaat van art. 8.8 Whc. Voor feitelijke vereenzelviging van bestuurder en rechtspersonen is geen grond. Nog daargelaten dat medeplegen een bewuste en nauwe samenwerking tussen twee (of meer) niet te vereenzelvigen natuurlijke en/of rechtspersonen veronderstelt. Zie Rb. Rotterdam 12 juli 2019, ECLI:NL:RBROT:2019:8214, r.o. 3.2. De AFM herziet vervolgens de last en legt deze alsnog op aan Ratelband als feitelijk leidinggever.

9. Recent heeft het Hof Den Haag in een vergelijkbare procedure die is aangespannen door een vijftal obligatiehouders tegen de uitgevende instelling en haar bestuurders ook geoordeeld over het toepassingsbereik van de regeling ohp bij bestuurders. Zie Hof Den Haag 15 juni 2021, ECLI:NL:GHDHA:2021:1235, «JOR» 2021/267, m.nt. De Jong. In deze procedure werden door de obligatiehouders de uitgevende instelling en diens bestuurder aansprakelijk gesteld en werd van hen schadevergoeding gevorderd. Het hof oordeelde dat een bestuurder niet rechtstreeks aansprakelijk gehouden kan worden op grond van de regeling oneerlijke handelspraktijken. Zie r.o. 5.3. Hij kwalificeert immers niet als handelaar die een handeling verricht die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop en levering aan consumenten. Zie ook: Rb. Noord-Nederland 23 december 2015, ECLI:NL:RBNNE:2015:5982, «JOR» 2016/185, m.nt. Verboom (*Claimstichting Bouwstate V/X e.a.*), r.o. 5.16; Hof Arnhem-Leeuwarden 24 oktober 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:9213 (*X/Claim-*

stichting Bouwstate V), r.o. 5.2.10, J.R. Hurenkamp, 'Bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus – een (nieuwe) tussenstand?', *MvO* 2019/10-11, par. 3.2. Zie voor situaties waarin een bestuurder die tevens effectenhouder van de uitgevende instelling is wel rechtstreeks onder de regeling oneerlijke handelspraktijken kan worden aangesproken indien hij de door hem gehouden effecten aanbiedt: T.M.C. Arons, *Prospectus: plicht en aansprakelijkheid*, Financieel Juridische Reeks deel 18, Zutphen: Paris 2020, p. 99-101. Als de regeling ohp niet van toepassing is op de bestuurder, kunnen beleggers geen beroep doen op de bewijslastvoordelen van art. 6:193j BW bij hun schadevergoedingsvordering op de bestuurder van een uitgevende instelling die zij aansprakelijk stellen vanwege het doen van misleidende mededelingen.

10. De AFM heeft op grond van art. 5:2 Awb echter wel de mogelijkheid een medepleger of feitelijk leidinggever aan te spreken, ook als hij geen normadressaat is. De vraag is wat de meerwaarde is voor de AFM om ook een last onder dwangsom op te leggen aan de feitelijk leidinggever. In beginsel zou met het opleggen van een last aan WSF kunnen worden volstaan. Het aanspreken van de feitelijk leidinggever heeft als voordeel dat hem persoonlijk wordt gelast de overtreding te staken. Voortzetting ervan via een andere rechtspersoon kan zodoende ook worden ontmoedigd. Van de publicatie gaat een waarschuwend werking uit. Daarnaast kan voor de AFM een voordeel gelegen zijn in het rechtstreeks kunnen verhalen van de dwangsom op de bestuurder. In deze zaak gaat het dan om € 5.000 voor iedere kalenderdag of gedeelte daarvan dat de bestuurder na afloop van de begunstigingstermijn niet aan de last voldoet, met een maximum van € 50.000. Zie het nieuwe dwangsombesluit van de AFM van 12 maart 2020 waarvan de tekst wordt weergegeven in r.o. 1.14. Het CBb laat dit dwangsomgedeelte in stand en herformuleert alleen de lasten. Zie r.o. 12.1. De meerwaarde is bij een boetebesluit vanwege het bestraffend karakter eerder gegeven. De feitelijk leidinggever die verantwoordelijk is voor het handelen van de rechtspersoon, wordt hierdoor getroffen. Bovendien heeft dit dan als voordeel dat het vermogen van de uitgevende instelling ongemoeid wordt gelaten. Dit zal ook in het belang van betrokken beleggers zijn. De verplichtin-

gen jegens de obligatiehouders moeten immers uit het vermogen van de uitgevende instelling worden voldaan. Zie Boetebeleid feitelijk leidinggevers, par 3.1. De AFM heeft in deze zaak vermoedelijk vanwege de coöperatieve opstelling van de bestuurder bij het onderzoek geen aanleiding gezien tot een boeteoplegging. Zie r.o. 9.3.11. In een situatie waarin een last onder dwangsom wordt opgelegd aan de rechtspersoon en de bestuurder/feitelijk leidinggever verzaakt deze last uit te voeren, kan in beginsel de dwangsom alleen op het vermogen van de rechtspersoon worden verhaald. Bij gebreke van voldoende vermogen kan de AFM haar schade als gevolg van de niet geïnde dwangsom trachten te verhalen op de bestuurder via een aansprakelijkstelling op grond van art. 6:162 BW jo. art. 2:9 BW. Zie Rb. Rotterdam 2 september 2020, ECLI:NL:RBROT:2020:8779, «JOR» 2021/35, m.nt. Arons. In dat geval gelden alle voorwaarden om een bestuurder aansprakelijk te kunnen houden voor schulden van de vennootschap onverkort. Verhaals- en controlekosten gemaakt door de Ontvanger vanwege het opzettelijk doen van onjuiste belastingaangiften komen niet in aanmerking voor schadevergoeding op grond van onrechtmatige daad. Nu verhaal van deze kosten langs publiekrechtelijke weg is uitgesloten vanwege het ontbreken van een mogelijkheid nog een belastingaanslag op te leggen, levert verhaal langs privaatrechtelijke weg een onaanvaardbare doorkruising op. Zie Hof Amsterdam 15 december 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:3461, «JOR» 2021/18, m.nt. Tekstra, r.o. 3.9. Privaatrechtelijke handhaving van bestuurlijke boetes bij de bestuurder van de beboete vennootschap lijkt mij niet in strijd met het legaliteitsbeginsel omdat zij vooral is gericht op rechtsherstel en niet zozeer op sanctiëring van gedragingen.

12. Tot slot nog een enkele opmerking over de openbaarheid van besluiten, hoorzittingen en rechterlijke uitspraken in Whc-handhavingzaken van de AFM. De AFM kan een last onder dwangsom openbaar maken (art. 3.4a Whc). Zij dient dit voornemen aan degene tot wie de beschikking is gericht kenbaar te maken samen met het voornemen tot oplegging van een last onder dwangsom. De geadresseerde kan vervolgens zijn zienswijze tegen de voornemens geven; vervolgens neemt de AFM met inachtneming van die zienswijze een besluit. Na dat besluit moet de AFM twee weken wachten alvorens het besluit te

publiceren. Een belanghebbende kan dan in die periode van twee weken bezwaar maken tegen het besluit tot openbaarmaking en de Rechtbank Rotterdam verzoeken het publicatiebesluit te schorsen hangende bezwaar en beroep. Alhoewel niet rechtstreeks van toepassing, is het wenselijk de regeling van art. 1:97 t/m 1:99, en art. 1:100a en art. 1:101 Wft ook bij Whc-besluiten van de AFM toe te passen. Zodoende wordt openbaarmaking uitgesteld of dient zij te geschieden in zodanige vorm dat de openbaar te maken gegevens niet herleidbaar zijn tot afzonderlijke (natuurlijke) personen aan wie door openbaarmaking in onevenredige mate schade zou worden berokkend. Art. 3.4a lid 3 Whc kent een eigen niet-openbaarmakingstermijn van twee weken in plaats van de vijfwerkdagentermijn van art. 1:100 lid 1 Wft. Toepassing van deze Wft-voorschriften kan leiden tot een verschil in Whc-handhavingsregime afhankelijk van de vraag of het besluit door de AFM respectievelijk de Autoriteit Consument & Markt is genomen. De wetgever heeft uitdrukkelijk de AFM als gedragstoezichthouder op de financiële sector aangewezen om ook de oneerlijke handelspraktijken in die sector te handhaven. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 30 411, nr. 3, p. 21.

13. Bij rechterlijke schorsing van het besluit tot openbaarmaking van het bestreden besluit, vindt op grond van art. 1:101 lid 2 en lid 3 Wft de behandeling van het bezwaar, beroep en hoger beroep achter gesloten deuren plaats. Derde-belanghebbenden – degene tot wie het besluit niet is gericht, maar wier belang wel rechtstreeks bij het besluit is betrokken – kunnen bij de behandeling als partij deelnemen en ook gehoord worden. Zie art. 1:101 lid 2 Wft jo. art. 1:2 Awb en C.M. Grundmann-van de Krol & I. van der Klooster, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Deel I, 5e druk, Den Haag: BJu 2019, par. 435. Het (hoger) beroep kent dezelfde beslotenheid. Zie art. 1:101 lid 3 Wft.

14. In deze zaak speelde ook de openbaarmaking van de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 15 januari 2021 over het inhoudelijke bezwaar. Uit art. 121 Gw en art. 8:18 Awb volgt dat uitspraken in het openbaar worden gedaan. Eenieder kan bij de griffie een afschrift van bestuursrechtelijke uitspraken opvragen (art. 8:79 lid 2 Awb). Alhoewel dit niet met zoveel woorden uit art. 1:101 Wft blijkt – nog daargelaten of dit voorschrift in Whc-handhavingszaken geldt – leidt de

ratio van deze regeling ertoe dat ook de uitspraak hangende het hoger beroep tegen de inhoudelijke uitspraak niet door de rechtbank aan derden verstrekt dient te worden. Zie ook de MvT bij het ontwerp van art. 8:79 lid 2 Awb, *Kamerstukken II* 1991/92, 22 495, nr. 3, p. 156: “De uitspraak of het proces-verbaal van de mondelinge uitspraak dient op korte termijn – kosteloos – voor partijen beschikbaar te zijn. Het is van groot belang dat zij spoedig na de openbaarmaking van de uitslag van de procedure kunnen beschikken over de gehele uitspraak. Het beginsel van openbaarheid van de uitspraak brengt met zich dat ook anderen dan partijen tegen vergoeding een afschrift van de uitspraak kunnen verkrijgen. De eerbiediging van de persoonlijke levenssfeer brengt mee dat onder omstandigheden volstaan moet worden met het verstrekken van een uittreksel.” Ongelukigerwijs is dat in deze zaak wel gebeurd. Zie: persbericht Rb. Rotterdam 8 oktober 2021. Ik beveel de wetgever aan om bij een toekomstige herziening van de Whc art. 1:97 t/m 1:99, art. 100a en art. 101 Wft van overeenkomstige toepassing te verklaren door toevoeging van een schakelbepaling in art. 3.4a Whc. Overigens brengt de door de Grondwet beschermde openbaarheid van rechtspraak wel mee dat de zitting waarin de rechter uitspraak doet voor eenieder toegankelijk is, inclusief journalisten van het FD.

prof. mr. T.M.C. Arons
hoogleraar Financieel recht en collectief verhaalsrecht, Universiteit Utrecht en legal counsel VEB

13

Waarborgen van integere bedrijfsvoering

Rechtbank Rotterdam

14 juli 2021, nrs. ROT 20/3071, ROT 20/3189 en ROT 20/3190, ECLI:NL:RBROT:2021:7987 (mr. Haan, mr. Van Spengen, mr. Douwes)
Noot mr. C.A. Doets

Bestuurlijke boetes voor (feitelijk leidinggeven aan) niet voeren van adequaat beleid dat integere bedrijfsvoering waarborgt.

Overtredingen regels inzake beloningsbeleid en klachtenbehandeling. Wel of niet verstrekken van draagkrachtgegevens is eigen keuze van geadresseerde van boetevoornemen. Geen schending van nemo tenetur-beginsel.

[Wft art. 4:11 lid 2]

Op grond van art. 4:11 lid 2 Wft voert een financiële dienstverlener een adequaat beleid dat een integere uitoefening van zijn bedrijf waarborgt. Hieronder wordt verstaan dat wordt tegengegaan dat de financiële dienstverlener of zijn werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de financiële dienstverlener of in de financiële markten kunnen schaden.

De door [eiseres] met haar beloningsbeleid en klachtenbehandeling begane overtredingen van de Wft en het BGfo bieden naar het oordeel van de rechtbank reeds voldoende grondslag voor het standpunt van de AFM dat [eiseres] stelselmatig en structureel wetsovertredingen heeft begaan. Gelet daarop is de conclusie gerechtvaardigd dat het beleid van [eiseres] niet voorzag in de nodige waarborgen om tegen te gaan dat zij of haar werknemers wetsovertredingen begaan.

Het door [eiseres] gehanteerde beloningsbeleid vormde een wezenlijk onderdeel van het verdienmodel van [eiseres]. Het beleid van [eiseres] schoot derhalve niet slechts tekort in het voorkomen van wetsovertredingen, maar lag juist aan de basis van de overtredingen van de beloningsregels. Tevens heeft [eiseres] onvoldoende een zorgvuldige en objectieve klachtenbehandeling

gewaarborgd. Weliswaar is de behandeling van klachten van slechts vijf klanten onderzocht, maar daaruit blijkt wel afdoende dat over een langere periode onvoldoende invulling is gegeven aan het beleid en de procedures waarover [eiseres] voor de klachtenbehandeling beschikte. Hieraan doet niet af dat [eiseres] inspanningen heeft verricht om de bedrijfsvoering te verbeteren en dat zij haar bedrijfsvoering heeft laten onderzoeken door een externe compliancespecialist (vgl. CBB 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBB:2017:326, «JOR» 2017/325, m.nt. Nuijten, r.o. 9.4).

Van een overtreding van art. 4:11 lid 2 Wft is slechts sprake indien tevens vaststaat dat de door [eiseres] begane wetsovertredingen het vertrouwen in [eiseres] of in de financiële markten kunnen schaden (zie CBB 26 juli 2017, ECLI:NL:CBB:2017:284, «JOR» 2017/296, m.nt. Nuijten, r.o. 7.6). Dat de door [eiseres] begane overtredingen van de Wft en het BGfo het vertrouwen in [eiseres] en de financiële markten hebben kunnen schaden, lijdt voor de rechtbank geen twijfel, nu, zoals de AFM terecht heeft opgemerkt, de geschonden bepalingen onderdeel uitmaken van een wettelijk systeem dat mede beoogt de belangen van consumenten en de integriteit van de financiële markten te beschermen (vgl. de uitspraak van het CBB van 12 oktober 2017, r.o. 9.4). Met hun standpunt dat het te ver gaat om bij iedere overtreding van de Wft automatisch een schending van art. 4:11 lid 2 Wft te constateren en dat dit bovendien niet strookt met het systeem van de boetecategorieën (die verschillen in zwaarte per geschonden norm), miskennen [eiseres], [eiser 1] en [eiser 2] dat niet slechts een enkele overtreding van de Wft aan de orde is, maar dat sprake is van structurele en stelselmatige overtredingen van meerdere normen uit de Wft en het BGfo en dat art. 4:11 lid 2 Wft geen voorwaarden stelt aan de boetecategorie waarin een overtreding van deze normen valt.

Volgens vaste jurisprudentie (bijv. HR 26 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:733, «JOR» 2016/195, m.nt. Kraaijeveld en Altena) en de uitspraak van het CBB van 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBB:2017:327) kan van feitelijk leidinggeven aan verboden gedragingen onder omstandigheden sprake zijn indien de desbetreffende functionaris – hoewel daartoe bevoegd en redelijkerwijs gehouden – maatregelen ter voorkoming van deze gedragingen achterwege laat en bewust de aanmerkelijke kans aanvaardt dat de verboden gedragingen zich