

Openbare versie
Aangetekend en per reguliere post verstuurd
Today's Tomorrow B.V.
Emmastraat 54
1213 AL HILVERSUM

Datum 19 december 2016
Ons kenmerk [REDACTED]
Pagina 1 van 92
Kopie aan Finnius advocaten en DNB
Betreft Besluit tot het benoemen van een Wft-
curator bij Today's Tomorrow B.V.

Geachte directie,

In deze brief deelt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) Today's Tomorrow B.V. (TT) mee dat zij heeft besloten op grond van artikel 1:76, eerste en tweede lid, onder b en c, van de Wet op het financieel toezicht (Wft) een curator te benoemen ten aanzien van het dagelijks bestuur van TT.

[REDACTED]

De AFM acht het noodzakelijk een curator op grond van de Wft te benoemen. De AFM is namelijk van oordeel dat de door haar geconstateerde overtredingen [REDACTED], de onregelmatigheden c.q. overtredingen die de AFM heeft geconstateerd ten aanzien van de waardering van de activa in het GFH Paraplufonds alsmede de aanwezigheid van belangenconflicten tussen TT, het GFH Paraplufonds, aan [A] gelieerde entiteiten en deelnemers in het GFH Paraplufonds risicovol zijn. Concreet betekent dit dat de belangen van de deelnemers worden geschaad, (ii) een adequaat functioneren van TT en (iii) de belangen van de deelnemers ernstig in gevaar zijn. Alle feiten en omstandigheden in beschouwing nemende heeft de AFM ernstige twijfels ten aanzien van de wijze waarop de deelnemers door TT en het GFH Paraplufonds worden behandeld. Heel concreet is de AFM van oordeel dat alle feiten en omstandigheden die aan dit besluit ten grondslag liggen op zijn minst in sterke mate erop duiden dat de belangen van de deelnemers ernstig in gevaar zijn doordat deze niet worden beschermd of gewaarborgd door TT. De benoeming van de curator heeft met name tot doel dat de afwikkeling, hetzij in het kader van een overdracht aan een nieuwe beheerder, hetzij in het kader van een liquidatie, op

ordentelijke wijze en conform de wet- en regelgeving plaatsvindt, waarbij de belangen van de deelnemers steeds in acht worden genomen. In dit kader zal de curator erop toezien dat TT de deelnemers conform de wet- en regelgeving alle relevante informatie verstrekt, waaronder informatie over de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten en de mate van liquiditeit van hun beleggingen alsmede de aanwezige belangenconflicten indien het niet mogelijk is om de schadelijke gevolgen van die belangenconflicten te voorkomen¹, zodat deelnemers tijdig een weloverwogen beslissing kunnen over hun beleggingen in het GFH Paraplufonds. Daarnaast zal de curator er – met het oog op de belangen van de deelnemers – op toezien dat de vaststelling van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in het GFH Paraplufonds door TT conform de wet- en regelgeving plaatsvindt.

Deze brief is als volgt opgebouwd. Paragraaf 1 bevat de relevante feiten. Paragraaf 2 bevat een beoordeling van de feiten. In paragraaf 3 zijn de overwegingen om een curator aan te stellen opgenomen en in paragraaf 4 is het besluit vervat. In paragraaf 5 staat de rechtsgangverwijzing vermeldt. Het wettelijk kader is in Bijlage 1 weergegeven.

In Bijlage 2 is een overzicht opgenomen van de relevante feiten waarover de AFM op dit moment beschikt met betrekking tot het GFH Paraplufonds en de daar onder hangende subfondsen: het GFH Europees Aandelen Fonds (GFH EAF) en het GFH Europees Vastrentend Fonds (GFH EVF). Bijlage 3 geeft de zienswijze van DNB ex. artikel 1:47, eerste lid, onderdeel a, Wft weer. Bijlage 4 bevat een overzicht van beleggingen in de aan [B] gelieerde entiteiten en fondsen.

1. Relevante feiten

De AFM beschikt in het kader van haar toezicht op (beheerders van) beleggingsinstellingen en financiële dienstverleners over relevante feiten ten aanzien van TT. Deze feiten zijn weergegeven in

[REDACTED] en moeten, voor zover relevant, als hier herhaald en ingelast worden beschouwd. In Bijlage 2 zijn relevante feiten en omstandigheden met betrekking tot het GFH Paraplufonds weergegeven, welke feiten niet in het [REDACTED] zijn weergegeven.

Op 6 december 2016 heeft de AFM TT geïnformeerd ([REDACTED]) voornemens te zijn op grond van artikel 1:76, eerste en tweede lid, onder b en c, Wft een curator te benoemen ten aanzien van het dagelijks bestuur van TT.

Op 7 december 2016 heeft de heer mr. Doets van Finnius advocaten, namens haar cliënte TT, de AFM verzocht de zienswijze periode te verlengen. *“Een dergelijke termijn [AFM: van drie werkdagen] is onredelijk kort en verhoudt zich niet met een zorgvuldige besluitvoorbereiding, gezien ook het feit dat het onderzoek van de AFM al meer dan een jaar duurt en dat de AFM reeds geruime tijd geleden tot haar bevindingen is gekomen.*

¹ Conform artikel 4:73e, tweede lid, Wft en artikel 14, tweede lid, AIFM-richtlijn.

[REDACTED]

Voor het beoordelen van het uitgebreide
voornemen van de AFM en het zorgvuldig voorbereiden van een inhoudelijke zienswijze is een termijn van
tenminste 10 werkdagen na dagtekening vereist.”

Verder merkt de heer Doets

op: “[REDACTED]

Op 8 december 2016 heeft de AFM de heer Doets bericht de zienswijze te verlengen. Uiterlijk 15 december 2016 dient TT haar zienswijze te geven.

Bij brief van 15 december 2016 heeft de heer Doets, namens TT, een reactie gegeven op de voorgenomen benoeming van een Wft-curator bij TT.

Op 19 december 2016 heeft DNB schriftelijk haar zienswijze aan de AFM kenbaar gemaakt op de benoeming door de AFM van de curator (zie Bijlage 3)

1.1 Definities

Hieronder volgt een overzicht van de entiteiten die betrokken zijn bij de door de AFM vastgestelde feiten. De AFM vermeldt in onderstaand overzicht ook definities van begrippen die in dit besluit worden gebruikt. In onderstaand overzicht worden enkel die entiteiten en begrippen vermeld die relevant zijn voor dit besluit.

[C]

[C] een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [REDACTED], met adres [REDACTED] te [REDACTED] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [REDACTED], thans bestuurd door

[D] en [E]. De aandelen van [C] worden gehouden door: [REDACTED]: [D] en [REDACTED]: [E].

Abi/ beleggingsinstelling

In dit document wordt de term beleggingsinstelling gebruikt en in passages die uit de AIFM-richtlijn worden aangehaald wordt ook de term abi gebruikt. Er bestaat inhoudelijk geen verschil tussen de beide termen.

AIFM-registratie

Artikel 3 van de AIFM-richtlijn bepaalt dat een beheerder van beleggingsinstellingen in bepaalde gevallen niet onder de (volledige) reikwijdte van de richtlijn valt. Onder meer de beheerders die uitsluitend deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers én (een of meerdere) alternatieve beleggingsinstellingen beheren waarvan het totaal aan beheerde activa onder de in lid 2 van artikel 3 AIFM-richtlijn beschreven drempelwaarde blijft. Deze beheerders zijn op grond van de AIFM-richtlijn wel verplicht zich te registreren bij de toezichthouder, alsmede dienen zij jaarlijks een rapportage in te dienen.

AIFM-richtlijn

Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

AIFM-verordening

Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht.

[F]

[F] heeft haar zetel in de

[REDACTED] en

heeft een representatief kantoor in

[REDACTED]. [F]
[REDACTED] en is geregistreerd bij de

[G] Kamer van Koophandel onder [G]. [G] is 100% aandeelhouder van [F].

[H] [H], een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [H], met adres [H] te [H] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [H], thans bestuurd door [1]. [1] is tevens enig aandeelhouder.

[2] [2] is enig aandeelhouder en bestuurder van [E].

[E] [E], een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [E], met adres [E] te [E] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [E], thans bestuurd door [2]. [2] is tevens enig aandeelhouder.

[I] [I] is een naamloze vennootschap [I], geregistreerd in het handelsregister in [I] onder nummer [I] en statutair gevestigd en kantoorhoudend aan de [I] te [I]. [I] is een [I], onderworpen aan de bepalingen van de [I]. [J] is 100% aandeelhouder van [I].

[K] [K] is een beleggingsinstelling, geregistreerd in [K]. Het beleggingsfonds is een [K], een [K] fondsstructuur zonder eigen rechtspersoonlijkheid. [K] belegt in verschillende teakboomplantages in Costa Rica. Het fonds wordt beheerd door [F].

[L] [L], statutair gevestigd te [L], met adres [L] te [L], geregistreerd bij de KvK onder nummer [L] en opgericht op [L]. [L] verricht administratieve taken met betrekking tot het GFH Paraplufonds.

[L] [L],
toezichthouder op de financiële markten in [L].

[M] [M] is een besloten vennootschap, statutair gevestigd te [M], met adres [M] te [M] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [M].

[REDACTED] De dagelijks beleidsbepalers van [M] zijn de heren [3], [REDACTED], [REDACTED] en [REDACTED]. De aandeelhouder van [M] is [N].

[1] [1] is [REDACTED] en [REDACTED] bij [B] en directeur en enig aandeelhouder van [O] en [H]. Middels laatstgenoemde entiteit is [1] (middellijk) aandeelhouder van alle met [A] verbonden vennootschappen.

[P] [P] is een [REDACTED] entiteit, opgericht op [REDACTED]. [P] heeft een tweetal securitisatievehicules opgericht, compartiment 1 en 2. Vanuit deze compartimenten wordt schuldpapier uitgegeven aan 'suitable investors'. De bestuurders van [P] zijn [REDACTED], tevens bestuurder bij [REDACTED] en [REDACTED], en [4], tevens [REDACTED] bij [A]. Ten tijde van oprichting van [P] was [REDACTED] 100% aandeelhouder. Het is de AFM niet bekend of dat tot op heden nog steeds het geval is.

E-mailonderzoek

De AFM heeft in het kader van haar onderzoek ter plaatse bij [R] op 22 juni 2015 ook digitaal onderzoek verricht naar de mailboxen. In dat kader heeft de AFM beschikking gekregen over informatie die relevant is voor het uitoefenen van haar taak als gedragstoezichthouder op de financiële markten in Nederland. De bedoelde informatie is specifiek relevant voor het toezicht op TT als beheerder van het GFH Paraplufonds.

[S] [S], een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [REDACTED], met adres [REDACTED] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [REDACTED], thans (indirect) bestuurd door de heren [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED] en [3].

[T] [T] is opgericht naar [REDACTED], is opgericht naar [REDACTED], geregistreerd in het handelsregister in [REDACTED] onder nummer [REDACTED] statutair gevestigd en kantoorhoudend aan de [REDACTED] te [REDACTED], thans bestuurd door [5]. [5] is tevens enig aandeelhouder.

FSO

Fund Service Overeenkomst op 19 oktober 2012 overeengekomen tussen TT en [B]. Per brief van 5 februari 2013 en 7 juni 2013 is deze overeenkomst aangevuld.

[N]

[N]

[REDACTED] een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [REDACTED], met adres [REDACTED] te [REDACTED] en kantoorhoudend te [REDACTED] te [REDACTED] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [REDACTED], thans bestuurd door de heren [REDACTED] en [1]. De heren [2], [1], [6], [7] en [5] zijn gezamenlijk 100% aandeelhouder.

GFH Giro

Het GFH Paraplufonds wordt aangeboden door een nevenvestiging van TT, actief onder de handelsnaam GFH Giro. GFH Giro is gevestigd aan de Witte Kruislaan 6 te Hilversum. Sinds 3 mei 2013 heeft TT GFH Giro als handelsnaam en nevenvestiging (onder vestigingsnummer 00027260615) ingeschreven in de KvK. Onder het kopje activiteiten staat: *“het onder het label “GFH Giro” doen structureren, aanbieden, adviseren, distribueren en beheren van financiële producten, waaronder deelnemingsrechten in GFH Paraplufonds en daarop gebaseerde fiscale en complexe producten”*.

[REDACTED] De volmacht zoals beschreven in de KvK houdt in: *“Correspondentie en aanbieden/aangaan van overeenkomsten met betrekking tot GFH Giro producten”*.

[A]

De naam [A] ([A]) wordt gehanteerd in documentatie van [B]. ([B]). Daar waar deze naam in dit document wordt gebruikt, wordt hiermee bedoeld op de internationale groep van entiteiten, waarbij sprake is van enige mate van besluitvorming/zeggenschap, onder meer door (in)direct aandelenbelang van vijf uiteindelijke aandeelhouders van [B], zijnde de heren [2], [1], [6], [7] en [5].

GFH Paraplufonds

Het GFH Paraplufonds is onder de vergunning van TT bij de AFM geregistreerd met ingang van 18 december 2012. Het GFH Paraplufonds is een beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1:1 Wft juncto artikel 4 AIFM-richtlijn en gestructureerd als een fonds voor gemene rekening en bestaat uit twee subfondsen, het GFH Europees Vastrentend Fonds (GFH EVF) en het GFH Europees Aandelenfonds (GFH EAF). Op 30 april 2016 bedroeg het fondsvermogen van het GFH Paraplufonds € 101.071.004.

- [B] [B] is opgericht naar [REDACTED], geregistreerd in het handelsregister in [REDACTED] onder nummer [REDACTED] en statutair gevestigd en kantoorhoudend aan de [REDACTED] te [REDACTED] en heeft als enig aandeelhouder [G]. Raad van bestuur van [B] wordt gevormd door de heren [1], [6] en [5].
- [G] [G], gevestigd aan de [REDACTED] te [REDACTED], is een vennootschap waarvan de personal holdings van de heren [1] ([H]) en [6] ([D]) bestuurder zijn. De heren [2], [1], [6], [7], en [5] zijn via hun persoonlijke holdings aandeelhouders van [G]: [REDACTED] door [C], [REDACTED] door [H], [REDACTED] door [U] en [REDACTED] door [T]. [G] is [REDACTED] aandeelhouder van [B] en [F]. De vennootschap levert diensten op het gebied van consultancy en management.
- [V] Het [V] is het subfonds van het [REDACTED] ([REDACTED]) paraplufonds. [V] is opgericht in [REDACTED] en gevestigd in [REDACTED] en statutair gevestigd en kantoorhoudend aan de [REDACTED] te [REDACTED]. Het fonds wordt beheerd door [B] (voorheen [REDACTED]). De in- en verkoop van participaties in [V] is sinds [REDACTED] gestaakt.
- [6] [6] is [REDACTED] en [REDACTED] van [B]. Tevens is [6] [REDACTED], directeur van [F], directeur en enig aandeelhouder van [D]. Middels deze entiteit is [6] (middellijk) aandeelhouder van alle met [A] verbonden vennootschappen.
- [7] [7] is [REDACTED] en [REDACTED] bij [B]. Tevens is [7] [REDACTED] en directeur en enig aandeelhouder van [U] Middels deze entiteit is [7] (middellijk) aandeelhouder van alle met [A] verbonden vennootschappen.
- [5] [5] is [REDACTED] en [REDACTED] bij [B] en vertegenwoordigt [X].² Tevens is [5] directeur en enig aandeelhouder van [T]. Middels deze entiteit is [5] (middellijk) aandeelhouder van alle met [A] verbonden vennootschappen.

² Er is online een service agreement beschikbaar, waaruit volgt dat [5] optreedt voor [X]:

[REDACTED]

- [X] [X] is een gespecialiseerd plantage-advieskantoor met een team Latijns-Amerikaanse bosbouwexperts. [] is een geregistreerde handelsnaam voor de [X]. [] houdt zich zowel bezig met het adviseren over plantage beheer, als met de uitvoering van alle activiteiten die verband houden met het beheer en de waarderingen van de plantages. [X] staat als merknaam op de website [] vermeld. [5] vertegenwoordigt [X].
- [Y] [Y] is een beleggingstelling die beheerd wordt door [S]. De beleggingsinstelling is opgericht op []. Het management van de beheerder van het [Y] bestaat uit de heren [], [], [], [] en [3]. De heren [] en [3] zijn tevens beleidsbepaler bij [M] en [].
- [D] [D] B.V., een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [], met adres [] te [] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [], thans bestuurd door [6]. [6] is tevens enig aandeelhouder.
- [U] [U], een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [], met adres [] te [] en geregistreerd bij de KvK onder nummer [], thans bestuurd door [7]. [7] is tevens enig aandeelhouder.
- [J] [J], voorheen [], is gevestigd aan de []. Uit een melding van [J] aan de [] KvK blijkt dat [2] per april 2016 is afgetreden als bestuurder. De heren [2], [1], [6], [7] en [5] zijn aandeelhouders via hun persoonlijke holdings.
- [] [], een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te [], met adres [] te [] en geregistreerd bij de KvK onder nummer []. Bestuurders zijn de heren [] en [3]. [N] is enig aandeelhouder.

Today's Tomorrow

Today's Tomorrow B.V.³ is geregistreerd bij de KvK onder nummer 50149032 en statutair gevestigd in Amsterdam met bezoekadres aan het Emmastraat 54 te Hilversum. TT heeft op 30 december 2010 een vergunning met nummer 15000868 als beheerder van beleggingsinstellingen verkregen. De vergunning van TT voor het beheren van beleggingsinstellingen was na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn per 22 juli 2014 van rechtswege omgezet in een vergunning als bedoeld in artikel 2:65, eerste lid, aanhef en onderdeel a, Wft, zoals dit artikel sinds 22 juli 2013 luidt.

TT handelt tevens onder de namen ForTomorrow, 4Tomorrow en GFH Giro. [Z] is sinds 18 maart 2016 enig aandeelhouder van TT. Per 18 maart 2016 is de heer C.A. Smit (de heer Smit) enig bestuurder van [Z]. Sinds diezelfde datum houdt [AA] en [BB] van de aandelen in [Z]. Enig bestuurder van TT is volgens de KvK [BB]. De heer Smit is als enig bestuurder en aandeelhouder van [BB] de dagelijks beleidsbepaler van TT.

Today's Paraplufonds

Het Today's Paraplufonds is bij de AFM geregistreerd met ingang van 7 december 2011. Het Today's Paraplufonds is een beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1:1 Wft juncto artikel 4 AIFM-richtlijn. Het Today's Paraplufonds is gestructureerd als een fonds voor gemene rekening en bestaat uit een vijftal subfondsen, te weten: For Tomorrow (F.T.) Neutraal Balans Fonds; F.T. Tracker Fonds Zeer Defensief; F.T. Actief Fonds Offensief; F.T. Wereldwijd Beleggen Fonds; en F.T. Continu Click Fonds.

[R]

[R] is een gevestigd aan de

te

. Dagelijks beleidsbepaler is

en en

zijn actief als gevolmachtigden. De heren [2], [1], [6], [7], en [5] zijn aandeelhouders via hun personal holdings. [R] heeft een samenwerkingsovereenkomst afgesloten met GFH Giro, een nevenvestiging van TT, ten aanzien van leadvergoedingen voor het

³ <https://www.fortomorrow.nl/docs/send/3-documenten/213-ftprospectus2016?m-0>.

aanbrengen van klanten. [R] adviseert consumenten met een beleggingsverzekering over te sluiten naar een bankspaarproduct, waarbij men fiscaal gefaciliteerd vermogen kan opbouwen binnen het GFH Paraplufonds.

1.2 Samenvatting van de door de AFM vastgestelde overtredingen

1.2.1 TT voldoet niet aan het vereiste van tweehoofdige leiding (artikel 4:37c, derde lid, Wft)

Op grond van artikel 2:67, eerste lid, sub g, juncto artikel 4:37c, derde lid, Wft dient het beleid van een beheerder van beleggingsinstellingen door ten minste twee personen te worden bepaald. Dit vereiste dient een aantal doelstellingen. Zo is de continuïteit van de besluitvoering op het hoogste niveau van de onderneming beter gewaarborgd bij twee dagelijks beleidsbepalers. Ook ten behoeve van een adequate interne controle is dit vereiste van belang. De dagelijks beleidsbepalers zijn eindverantwoordelijk voor de interne controle en moeten elkaars beslissingen (kunnen) beoordelen en indien nodig bijsturen. Om interne controle te kunnen toepassen zijn minimaal twee personen nodig. Daarnaast is het van belang om met minimaal twee beleidsbepalers zogenoemde bedrijfsblindheid en een mogelijk onevenwichtig beleid zo veel mogelijk te ondervangen. (Minimaal) twee beleidsbepalers kunnen vanuit diverse relevante gezichtspunten beslissingen voorbereiden en elkaar waar nodig bijsturen.

De AFM heeft geconstateerd dat TT in de periode van (i) 10 september 2013 tot 30 oktober 2013, van (ii) 1 april 2014 tot 24 april 2015 en van (iii) 2 september 2015 tot heden over één dagelijks beleidsbepaler beschikt(e), te weten de heer Smit via [BB], de enige dagelijks beleidsbepaler. In de periode 30 oktober 2013 tot 1 april 2014 was () naast de heer Smit, dagelijks beleidsbepaler van TT. () was van 30 december 2010 tot 10 september 2013 en van 24 april 2015 tot 2 september 2015, naast de heer Smit, getoetst dagelijks beleidsbepaler van TT. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat reeds op 20 november 2014 in functie als bestuurder van TT is getreden. Echter, deze wijziging van de dagelijkse leiding is niet gemeld aan de AFM en derhalve was op dat moment ook niet getoetst door de AFM.

Gelet op het voorgaande heeft TT in voornoemde perioden (van 10 september 2013 tot 30 oktober 2013 en van 1 april 2014 tot 24 april 2015) naar het oordeel van de AFM artikel 4:37c, derde lid, Wft overtreden en is TT ook thans, sinds 2 september 2015, in overtreding van artikel 4:37c, derde lid, Wft. De AFM heeft in 2015 en 2016 meermaals gecorrespondeerd met TT over de continuïteit van de tweehoofdige leiding van TT. De AFM heeft hierbij gewezen op de verantwoordelijkheid van TT om te voldoen aan de verplichting het dagelijks beleid door ten minste twee personen te laten bepalen. Tevens heeft de AFM vastgesteld dat TT deze continuïteit niet heeft kunnen waarborgen, en nog altijd niet kan waarborgen, waardoor er gedurende de genoemde tijdvakken, die opgeteld ruim 25 maanden bedragen in een periode van vier jaar, slechts één getoetste beleidsbepaler in functie was c.q. is. Gedurende deze periodes was, en is, de heer Smit tot op heden nog steeds de enige dagelijks beleidsbepaler van TT. De AFM stelt daarmee vast dat de duur alsmede de frequentie van deze overtreding een structureel patroon vormt. De AFM verwijst in dit verband naar

[REDACTED] waarin uitvoerig is uiteengezet waarom de AFM van oordeel is dat TT artikel 4:37c, derde lid, Wft overtreedt.

Inmiddels heeft de AFM meldingen van twee voorgenomen benoemingen van TT ontvangen. Uit deze meldingen volgt dat [REDACTED] ([REDACTED]) voor een periode van in beginsel zes maanden wordt aangemeld als beleidsbepaler bij TT voor de portefeuille algemeen beleid, financiële en beleggingsadministratie, risico en compliance management. Na goedkeuring door de AFM zal de heer Smit het voorzitterschap van het bestuur van TT overdragen aan [REDACTED]. Ook is in de melding duidelijk gemaakt dat [REDACTED] op deeltijdbasis wordt benoemd (60%). De AFM heeft voorts een melding ontvangen ten aanzien van [REDACTED] ([REDACTED]) met de beoogde portefeuille Controle/IAD, AO/IC en het uitbestedingsbeleid. Voor beide voorgenomen benoemingen geldt dat de betrokken personen op dit moment niet getoetst en/of goedgekeurd zijn door de AFM. Feit is dus dat op dit moment nog altijd de heer Smit enig beleidsbepaler is bij TT, waardoor naar het oordeel van de AFM vaststaat dat TT op dit moment niet voldoet aan het vergunningsvereiste van artikel 4:37c, derde lid, Wft.

1.2.2

[REDACTED]

[REDACTED]

1.2.3 Inrichting bedrijfsvoering van TT waarborgt geen beheerste en integere uitoefening van het bedrijf (artikel 4:14, eerste lid, Wft)

Een beheerder van beleggingsinstellingen is verplicht doorlopend haar bedrijfsvoering zodanig in te richten dat een beheerste en integere uitoefening van het bedrijf is gewaarborgd. De AFM heeft in [REDACTED] aangegeven een patroon van gedragingen te hebben geconstateerd die allen betrekking hebben op het niet voldoen aan de wettelijke vereisten van de inrichting van een beheerste en integere bedrijfsvoering, zoals:

- de beheeractiviteiten met betrekking tot GFH Giro en het GFH Paraplufonds niet kunnen beheersen;
- het niet tijdig informeren van de toezichthouder; en
- het niet voldoen aan de eisen van informatieverstrekking.

De AFM heeft vastgesteld dat TT formeel als beheerder van het GFH Paraplufonds staat geregistreerd. Tevens heeft de AFM vastgesteld dat TT via de Fund Service Overeenkomst (FSO) met [B]. ([B]) de uitvoering van de activiteiten ten behoeve van het beheer van het GFH Paraplufonds uit handen heeft gegeven aan [B]. Dit gaat dermate ver dat zij zichzelf heeft onderworpen aan de instructies en goedkeuring van [B] voor de besluitvorming en beslissingen die zij als formele beheerder van het GFH Paraplufonds moet nemen. De AFM heeft vastgesteld dat de overtredingen met betrekking tot de inrichting van de bedrijfsvoering niet uitsluitend zien op het beheer van het GFH Paraplufonds. Daarnaast heeft de AFM geconstateerd dat er geen sprake is van een hiërarchische scheiding tussen risicobeheer en portfoliobeheer, dat TT de AFM niet tijdig informeert en dat de informatieverstrekking niet voldoet aan de wettelijke eisen. De AFM zal in onderstaande paragrafen kort op bovenstaande tekortkomingen ingaan. Voor een uitvoerige motivering van het oordeel van de AFM op al deze onderwerpen verwijst de AFM naar [REDACTED].

1.2.3.1 Bedrijfsvoering ten aanzien van het GFH Paraplufonds voldoet niet aan de uitbestedingsvereisten

De AFM heeft, [REDACTED], vastgesteld dat TT als beheerder van beleggingsinstellingen niet voldoet aan de uitbestedingsvereisten die volgen uit artikel 4:16 Wft juncto artikel 37a BGfo juncto artikel 20 AIFM-richtlijn.

Artikel 20 AIFM-richtlijn stelt onder meer de volgende eisen aan delegatie:

- Eerste lid, sub a: *‘de abi-beheerder moet zijn hele delegatiestructuur met objectieve argumenten kunnen verklaren’*

De AFM concludeert dat TT niet voldoet aan het vereiste in artikel 20, eerste lid, sub a AIFM-richtlijn. Het is aan de (formele) beheerder om (sub)delegatie vorm te geven en te motiveren. Uit de FSO volgt echter dat het niet de (formele) beheerder is, maar [B] die goedkeuring moet geven voorafgaand aan de subdelegatie.

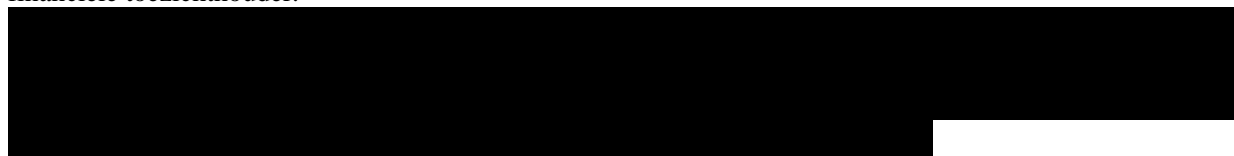
Daarnaast is het, indien een beheerder van beleggingsinstellingen wil overgaan tot uitbesteding, de taak van een beheerder om een zorgvuldig proces te volgen alvorens deze (formele) uitbestedingsrelatie aan te gaan.

Uit de FSO volgt dat TT in casu is benaderd door [B]. In onderhavig geval is het dus de gedelegeerde die de

(formele) beheerder benadert, in plaats van de beheerder die op zoek gaat naar een entiteit die specifieke taken voor hem kan verrichten.

- Eerste lid, sub c: *'als het delegeren portefeuillebeheer of risicobeheer betreft, mag het mandaat alleen worden verleend aan instellingen waaraan voor het beheer van activa vergunning of erkenning is verstrekt, en die aan toezicht zijn onderworpen, of, wanneer niet aan deze voorwaarde kan worden voldaan, uitsluitend op voorwaarde dat de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst vooraf toestemming hiertoe hebben verleend'*

De activiteiten die [B] verricht voor het GFH Paraplufonds op grond van de FSO, en de aanvullingen hierop, betreffen activiteiten in het kader van het portefeuillebeheer, waaronder het vaststellen van het beleggingsbeleid. TT mag op basis van artikel 20, eerste lid, sub c, AIFM-richtlijn uitsluitend portfoliobeheer uitbesteden aan instellingen die daartoe een vergunning hebben en daarmee onder toezicht staan van een financiële toezichthouder.



- Eerste lid, sub f: *'de abi-beheerder moet kunnen aantonen dat de gedelegeerde gekwalificeerd is en in staat is om de taken in kwestie te vervullen, dat de gedelegeerde met de grootste zorg is gekozen en dat de abi-beheerder in staat is om de gedelegeerde taken voortdurend daadwerkelijk in het oog te houden, de gedelegeerde te allen tijde verdere instructies te geven en de delegatie met onmiddellijke ingang te herroepen wanneer dat in het belang van de beleggers is'*

De beheerder moet in staat zijn de gedelegeerde taken voortdurend daadwerkelijk in het oog te houden. Uit de brief van 7 juni 2013, waarmee de FSO is aangevuld en welke door de heer Smit namens TT is ondertekend, wordt beschreven dat [B] een aantal documenten afkomstig van de administrateur controleert en vaststelt, en namens TT de intrinsieke waarde vaststelt. [B] schrijft verder in deze brief dat zij bij het verstrekken van de genoemde documentatie door de administrateur, alsmede bij de vaststelling daarvan, TT in de cc van deze e-mailberichten zet. *"Op deze wijze is TT in staat zo nodig haar verantwoording ter zake te nemen"*. In de brief van 7 juni 2013 staat ook beschreven dat [B] het risico draagt en de fondsen respectievelijk TT vrijwaart voor zover de opdrachten in strijd met de eerdere passages uit de brief plaatsvinden.

De AFM leidt hieruit af dat TT geen actief toezicht houdt op de gedelegeerde omdat de informatievoorziening richting de beheerder, op basis waarvan hij in staat kan worden gesteld de gedelegeerde taken voortdurend in het oog te houden, volledig afhankelijk is van de gedelegeerde. Immers de gedelegeerde stuurt TT een cc-e-mailbericht van de documentatie. Ook het feit dat [B] TT vrijwaart voor zover de opdrachten in strijd met de afspraken uit de brief van 7 juni 2013 plaatsvinden, is niet in lijn met artikel 20, derde lid, AIFM-richtlijn waarin is bepaald dat de beheerder volledig aansprakelijk blijft ook indien hij taken uitbestedt aan een derde. Het is de AFM niet gebleken dat TT op andere wijze zicht verkrijgt op de uitvoering van de gedelegeerde activiteiten, derhalve stelt de AFM vast dat TT niet voldoet aan artikel 20, eerste lid, sub f AIFM-richtlijn.

Verder is in artikel 5.4 van de FSO opgenomen dat TT bij de uitvoering van de hierboven beschreven diensten zich zal houden aan de “richtlijnen en instructies van [AFM: [B]]”. De vormgeving van dit instructierecht in artikel 5.4 van de FSO is in strijd met artikel 20, eerste lid, sub f, AIFM-richtlijn waarin is bepaald dat de beheerder de gedelegeerde te allen tijde instructies moet kunnen geven.

- Derde lid: ‘Ook wanneer de abi-beheerder taken aan een derde heeft gedelegeerd, en zelfs wanneer een verdere subdelegatie plaatsvindt, blijft de abi-beheerder volledig aansprakelijk jegens de abi en de beleggers in de abi. De abi-beheerder delegeert geen taken in die mate dat hij in wezen niet meer als de beheerder van de abi kan worden beschouwd en een brievenbusmaatschappij wordt.’

Een beheerder dient in staat te zijn de kerntaken voor de door haar beheerde beleggingsinstellingen zelf uit te (kunnen) voeren en mag niet zoveel werkzaamheden uitbesteden dat zij in wezen niet meer als beheerder van de beleggingsinstelling kan worden beschouwd. Uit de afspraken zoals vastgelegd in de FSO tussen TT en [B] volgt dat [B] verantwoordelijk is voor uitvoering van de kerntaak beleggingsbeheer. De facto verzorgt [B] dus het collectief vermogensbeheer. Bovendien is TT door het aangaan van deze overeenkomst akkoord gegaan met het opvolgen van instructies van zijn gedelegeerden en heeft daarmee haar eigen recht om instructies te geven aan haar gedelegeerden buiten werking gezet. TT bevindt zich daarmee in de situatie zoals deze in artikel 82, eerste lid subonderdelen b, c en d van de AIFM-verordening staan beschreven en waaruit volgt dat TT in die situaties geacht wordt een brievenbusmaatschappij te zijn. Hiermee voldoet TT eveneens niet aan het vereiste zoals beschreven in artikel 20, derde lid, AIFM-richtlijn.

De AFM heeft vastgesteld dat TT in haar zienswijze

[REDACTED] niet heeft betwist dat de FSO niet aan de huidige wettelijke eisen voldoet. Ook volgt uit de zienswijze niet dat de FSO thans geen rechtskracht meer heeft danwel dusdanig is gewijzigd dat die wel aan alle bovengenoemde eisen zou voldoen.

1.2.3.2 Beheer van het GFH Paraplufonds

Een beheerder van beleggingsinstellingen wordt geacht zijn bedrijfsvoering zodanig te hebben ingericht dat hij de activiteiten ten behoeve van het beheer van beleggingsinstellingen die (formeel) onder zijn vergunning staan geregistreerd, kan beheersen. Hieruit volgt dat TT met betrekking tot de fondsen onder haar beheer procedures en maatregelen moet hebben ingericht om controle uit te kunnen oefenen over de activiteiten ten behoeve van de beleggingsinstellingen onder haar beheer.

Het GFH Paraplufonds wordt formeel onder de vergunning van TT aangeboden, waardoor TT en niet [B] formeel verantwoordelijk is voor het beheer van het GFH Paraplufonds. Uit hoofde van de FSO heeft TT in 2012 het GFH Paraplufonds onder haar vergunning geregistreerd. Hiermee heeft TT de verantwoordelijkheid op zich genomen als vergunninghouder om voor het GFH Paraplufonds te voldoen aan de normen zoals gesteld in de Wft.

De FSO, zoals aangevuld per brief van 15 februari 2013 en 7 juni 2013 en die volgens de bij de AFM beschikbare informatie, tot op heden nog steeds rechtskracht heeft, geeft [B] ruime bevoegdheden. TT heeft door

ondertekening van de FSO, alsmede de aanvullingen hierop, zelf haar positie als beheerder dermate beïnvloed dat door de rechtsgevolgen van deze contractuele relatie niet zij doch de gecontracteerde derde, aan wie zij de werkzaamheden heeft uitbesteed, als beheerder van het GFH Paraplufonds fungeert. Dit terwijl [B] door noch de [REDACTED] noch de AFM als beheerder van het GFH Paraplufonds is getoetst c.q. goedgekeurd. In de FSO en de aanvullingen hierop, is de verantwoordelijkheid die op TT als vergunninghoudende beheerder rust derhalve niet, althans onvoldoende, vastgelegd.

De AFM stelt vast dat haar niet is gebleken dat TT haar bedrijfsvoering zodanig heeft ingericht dat zij een integere en beheerste uitvoering van haar beheeractiviteiten met betrekking tot het GFH Paraplufonds kan beheersen.

1.2.3.3 Bedrijfsvoering met betrekking tot de nevenvestiging GFH Giro en GFH Paraplufonds

De AFM heeft geconstateerd dat de beschrijving van TT van de bedrijfsvoering (AO/IC), met betrekking tot de nevenvestiging GFH Giro en de beschrijving van de werkzaamheden die de nevenvestiging GFH Giro verricht, geen procedures of maatregelen bevatten die zien op de controle en aansturing van GFH Giro door TT. Ook is er geen proces ingericht waarmee TT in staat wordt gesteld om vast te stellen of de nevenvestiging GFH Giro zich houdt aan wet- en regelgeving. Verder stelt de AFM vast dat er geen procedure is ingericht om de risico's die samenhangen met de uitvoering van de activiteiten die op afstand van TT staan en ondergebracht zijn bij GFH Giro en [B], te analyseren en monitoren. De verantwoordelijkheid van TT voor onder meer compliance en interne controle kunnen hierdoor niet adequaat worden uitgevoerd.

Uit bovenstaande volgt naar het oordeel van de AFM dat TT in de praktijk geen, althans geen adequate, rol heeft bij het besturen, controleren en bijsturen van de processen en uitvoering met betrekking tot het GFH Paraplufonds, GFH Giro. Dit terwijl TT op grond van de Wft haar bedrijfsvoering zodanig dient in te richten dat deze een beheerste en integere uitoefening van haar bedrijf waarborgt. Door TT worden bedrijfsprocessen en risico's ten aanzien van haar nevenvestiging GFH Giro derhalve op geen enkele wijze beheerst.

1.2.4 Geen hiërarchische scheiding tussen risicobeheer en portfoliobeheer

Op grond van artikel 2:67, eerste lid, juncto artikel 4:14, tweede lid, aanhef en sub c, Wft juncto artikel 33a BGfo is de bedrijfsvoering van een beheerder zodanig ingericht dat een integere en beheerste bedrijfsvoering is gewaarborgd. Hieronder wordt verstaan dat de beheerder met betrekking tot de beleggingsinstellingen die hij beheert, een beleid voert dat is gericht op het beheersen van risico's die de in artikel 4:14, tweede lid, onderdeel c, aanhef Wft bedoelde belangen (zijnde ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten en deelnemers) kunnen schaden. Hiervoor dient een beheerder op grond van artikel 33a, tweede lid, BGfo te beschikken over procedures en maatregelen die waarborgen dat wordt voldaan aan onder meer de ingevolge artikel 15, eerste lid, AIFM-richtlijn gestelde voorwaarden. In artikel 15, eerste lid, AIFM-richtlijn juncto artikel 42 AIFM-verordening, staat dat een beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen verplicht is een strikte functionele en hiërarchische scheiding aan te brengen tussen het risicobeheer en het portfeuillebeheer.

Artikel 15, eerste lid, AIFM-richtlijn luidt als volgt:

“Risicobeheer

1) Abi-beheerders zorgen voor een functionele en hiërarchische scheiding tussen de taken in verband met risicobeheer en die van de uitvoerende afdelingen, met inbegrip van de taken in verband met het portefeuillebeheer.”

De AIFM-verordening geeft nadere verduidelijking van dit vereiste in artikel 42, leden één en twee:

“Functionele en hiërarchische scheiding van de risicobeheerfunctie

1. De risicobeheerfunctie wordt pas als functioneel en hiërarchisch gescheiden van de operationele diensten, met inbegrip van het portefeuillebeheer, beschouwd als aan alle volgende voorwaarden is voldaan:

a) de bij de uitoefening van de risicobeheerfunctie betrokken personen staan niet onder toezicht van de personen die voor de werking van de operationele diensten — met inbegrip van het portefeuillebeheer — van de abi-beheerder verantwoordelijk zijn;

b) de bij de uitoefening van de risicobeheerfunctie betrokken personen zijn niet betrokken bij de uitvoering van werkzaamheden binnen de operationele diensten, met inbegrip van het portefeuillebeheer;

c) de bij de uitoefening van de risicobeheerfunctie betrokken personen worden vergoed overeenkomstig de verwezenlijking van de met die functie samenhangende doelstellingen, ongeacht de prestatie van de operationele diensten, met inbegrip van het portefeuillebeheer;

d) de beloning van hogere leidinggevende medewerkers die bij de risicobeheerfunctie betrokken zijn, staat onder rechtstreeks toezicht van de remuneratiecommissie indien een dergelijke commissie is opgericht.

2. De functionele en hiërarchische scheiding van de risicobeheerfunctie overeenkomstig lid 1 is overal in de hiërarchische structuur van de abi-beheerder, zelfs tot in zijn bestuursorgaan, gewaarborgd. De scheiding wordt beoordeeld door het bestuursorgaan en, in voorkomend geval, de toezichtfunctie van de abi-beheerder.”

Uit bovenstaande aangehaalde passages blijkt dat het vereiste van scheiding tussen risicobeheer en portefeuillebeheer voor de gehele structuur van de beheerder geldt en derhalve ook in het bestuursorgaan moet zijn gewaarborgd. Het vereiste van scheiding houdt eveneens in dat personen die betrokken zijn bij de uitoefening van risicobeheer niet onder toezicht staan van personen die voor de werking van operationele diensten, met inbegrip van het portefeuillebeheer, verantwoordelijk zijn.

De AFM heeft vastgesteld dat TT gedurende een aantal tijdvakken, waaronder van 2 september 2015 tot heden, over één dagelijks beleidsbepaler beschikt. Hieruit volgt dat Today's Tomorrow niet voldoet aan het vereiste van scheiding van risicobeheer en portefeuillebeheer. De heer Smit, als enig dagelijks beleidsbepaler van TT, is immers eindverantwoordelijk voor zowel het risicobeheer alsook het portefeuillebeheer. Onder zijn verantwoordelijkheid vallen derhalve de personen die betrokken zijn bij taken van risicobeheer alsmede de personen die betrokken zijn bij operationele taken, waaronder portefeuillebeheer. De AFM stelt vast dat de meldingen van [REDACTED] en [REDACTED], als dagelijks beleidsbepalers van Today's Tomorrow, vooralsnog niet tot gevolg hebben dat Today's Tomorrow thans wel aan het vereiste van tweehoofdige leiding voldoet. Reeds op basis van deze constatering komt de AFM tot het oordeel dat Today's Tomorrow niet voldoet aan het wettelijk vereiste van artikel 4:14, tweede lid, aanhef en sub c, Wft juncto artikel 33a, tweede lid, BGfo juncto artikel 15, eerste lid AIFM-richtlijn en artikel 42 AIFM-verordening.

Met betrekking tot de toekomstige situatie had het op de weg van Today's Tomorrow gelegen om [REDACTED] aannemelijk te maken dat zij wel aan alle voorwaarden zal voldoen die in de AIFM-richtlijn en AIFM-verordening zijn gesteld ten aanzien van de scheiding van risicobeheer en portefeuillebeheer. Nu Today's Tomorrow dit niet heeft gedaan, heeft de AFM geen aanleiding gezien om tot een ander oordeel te komen. De AFM heeft dan ook vastgesteld dat Today's Tomorrow niet voldoet aan de eisen die in artikel 2:67, eerste lid, juncto artikel 4:14, tweede lid, aanhef en sub c, Wft juncto artikel 33a BGfo zijn gesteld.

1.2.5 Meldingsplichten en informatieverstrekking

Meldingsplichten

Een beheerder van beleggingsinstellingen moet zijn bedrijfsvoering zodanig hebben ingericht dat hij kan voldoen aan de meldingsplichten als bepaald in de Wft en de AIFM-richtlijn.

De AFM stelt vast dat TT meerdere malen niet heeft voldaan aan haar meldingsplichten.

- De AFM heeft vastgesteld dat TT bij de aanmelding van het GFH Paraplufonds in november 2012 de AFM niet in kennis heeft gesteld van de, voor het beheer van deze beleggingsinstelling relevante, FSO van 19 oktober 2012.
- Een beheerder van beleggingsinstellingen is op grond van artikel 4:26, negende lid, Wft juncto artikel 88a BGfo juncto artikel 7 en 10 AIFM-richtlijn verplicht om belangrijke wijzigingen met betrekking tot de vergunning te melden. Wijzigingen met betrekking tot beleidsbepalers dienen derhalve ook aan de AFM gemeld te worden. De AFM heeft vastgesteld dat TT meerdere malen de AFM niet tijdig gemeld heeft dat dagelijks beleidsbepalers uit dan wel in functie waren getreden.
- De AFM constateert voorts dat de FSO, met inbegrip van de uitbreidingen daarop, ziet op activiteiten die onder de werking van de AIFM-richtlijn vallen. De AFM stelt vast dat zij niet is geïnformeerd over een naar aanleiding van de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn aangepaste FSO. De AFM leidt hier uit af dat deze FSO door TT niet is geactualiseerd naar aanleiding van gewijzigde wetgeving.
- Daarnaast constateert de AFM dat TT het aantal subfondsen onder het Today's Paraplufonds heeft gewijzigd en dit reeds bij de bewaarder en broker kenbaar had gemaakt, maar de AFM daarover niet van te voren heeft geïnformeerd. Ook is de uiteindelijke melding op 4 september 2015 inzake de gewijzigde subfondsinformatie niet volledig. De AFM merkt op dat de informatieverstrekking met betrekking tot het wijzigen en deregistreren van haar subfondsen in eerste instantie niet volledig was en vervolgens pas na geruime tijd voldoende wordt aangevuld. Tevens stelt de AFM vast dat de naamswijziging, die eerst op 4 september 2016 wordt gemeld met betrekking tot het Neutraal Balans Fonds, per 2014 door TT al was doorgevoerd. Uit het jaarverslag over 2014 volgt dat het oude Fonds Voortgang (de voorloper van het Neutraal Balans Fonds) is aangepast zowel qua naam, alsook qua kosten en beleggingsbeleid. De AFM heeft geen eerdere melding van deze wijziging ontvangen als bedoeld in artikel 4:26, negende lid, Wft juncto artikel 88a BGfo juncto artikel 7 en 10 AIFM-richtlijn.
- De AFM constateert dat op 15 juni 2016 een nieuwe stichting is opgericht zijnde [REDACTED]. Hierdoor wijzigt de juridisch eigenaar als bedoeld in artikel

4:37j Wft van het GFH Paraplufonds. Eerst uit de zienswijze

[REDACTED] van TT blijkt, door toevoeging van een bijlage met wijziging van statuten van voornoemde stichting, dat voornoemde stichting eerder dit jaar was opgericht. De AFM heeft geen eerdere melding van deze wijziging ontvangen als bedoeld in artikel 4:26, negende lid, Wft juncto artikel 88a BGfo juncto artikel 7 en 10 AIFM-richtlijn.

- De AFM constateert dat zij van TT op 28 oktober 2016 een prospectuswijziging met betrekking tot het Today's Paraplufonds heeft ontvangen. TT merkt in de begeleidende e-mail op dat dit prospectus binnen 14 dagen aan de participanten zal worden verstrekt. Deze melding kwalificeert de AFM als een melding als bedoeld in artikel 4:37c, zesde lid, juncto artikel 4:26 Wft juncto artikel 88b BGfo. Artikel 88b BGfo vereist dat *“Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling meldt voorgenomen wijzigingen van de gegevens, bedoeld in artikel 4:37c, zesde lid, van de wet ten minste een maand voorafgaand aan de wijziging schriftelijk aan de Autoriteit Financiële Markten”* [onderstreping: AFM]. De AFM stelt vast dat hieruit niet volgt dat TT de termijn van 30 dagen respecteert. Ook blijkt uit de melding niet welke wijzigingen TT heeft doorgevoerd.

Prospectus

De prospectussen van TT ten aanzien van het Today's Paraplufonds en het GFH Paraplufonds moeten voldoen aan de wettelijke eisen.

De AFM stelt allereerst vast dat het prospectus van het GFH Paraplufonds, welke tot op heden onder de vergunning van TT geregistreerd staat, na de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn niet is geactualiseerd en het prospectus van het Today's Paraplufonds eerst op 14 april 2016 is aangepast aan de met ingang van 22 juli 2014 geldende AIFM-regelgeving. De AFM stelt eveneens vast dat het prospectus van het GFH Paraplufonds niet voldoet aan de wettelijke eisen van artikel 4:37l, eerste en vierde lid, Wft juncto artikel 115j BGfo juncto artikel 23, eerste lid en tweede lid, eerste volzin, AIFM-richtlijn. Ten aanzien van de melding van 28 oktober 2016 inzake het Today's Paraplufonds is de AFM onvoldoende in staat gesteld vast te stellen of TT thans wel voldoet aan de wet- en regelgeving.

1.2.6 Geen adequaat beleid dat integere uitoefening van bedrijf waarborgt

Op grond van artikel 4:37p, eerste lid, Wft juncto artikel 115q, eerste lid, BGfo moet een beheerder van een beleggingsinstelling die rechten van deelneming aanbiedt aan niet-professionele beleggers in Nederland beschikken over een adequaat beleid dat een integere uitoefening van zijn bedrijf waarborgt. Hieronder wordt op grond van artikel 115q, eerste lid, onderdeel b, BGfo verstaan dat wordt tegengegaan dat de financiële onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kunnen schaden. Het beleid van de beheerder dient te voorzien in de bewustwording, de bevordering en de handhaving van integer handelen binnen alle lagen van de onderneming. De beheerder zal aan de hand van een analyse van de voor haar relevante integriteitsrisico's het beleid op moeten stellen en vervolgens uitvoeren. Een belangrijk criterium bij het voorkomen van strafbare feiten

en wetsovertredingen is of daardoor het vertrouwen in de beheerder of de financiële markten kan worden geschaad.

[REDACTED], is de AFM van oordeel dat TT niet langer voldoet aan de vereisten van artikel 2:67 Wft, vanwege overtreding van de artikelen 4:37c, derde lid, Wft, 4:14 Wft, 4:62m, eerste en tweede lid, Wft en artikel 4:9, eerste lid, Wft. Het begaan van al deze overtredingen brengt de AFM tot het oordeel dat TT geen adequaat beleid voert dat een integere uitoefening van haar bedrijf waarborgt, als bedoeld in artikel 4:37p, eerste lid, Wft juncto artikel 115q, eerste lid, onderdeel b, BGfo. Nu zij er niet in geslaagd is de hierboven genoemde wetsovertredingen tegen te gaan.

1.3 Relevante feiten ten aanzien van het GFH Paraplufonds

In Bijlage 2 bij dit besluit is een overzicht opgenomen van de relevante feiten waarover de AFM op dit moment beschikt met betrekking tot het GFH Paraplufonds en de onderliggende subfondsen het GFH EAF en het GFH EVF. Uit deze feiten blijkt onder meer dat een deel van het vermogen van het GFH Paraplufonds belegd wordt in gelieerde [REDACTED] entiteiten en dat onduidelijk is of de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in de GFH fondsen – zoals wettelijk is vereist – accuraat en onafhankelijk wordt vastgesteld.

1.4 Reactie TT in het kader van de zienswijze op het voornemen tot benoemen curator

Op 15 december 2016 ontvangt de AFM in het kader van de zienswijze termijn op het voornemen tot aanstellen curator van de AFM van 6 december 2016 (kenmerk [REDACTED]) een reactie. In deze brief geeft de gemachtigde van TT aan dat TT graag gebruik maakt van de gelegenheid tot het geven van een zienswijze, maar niet in staat is dit binnen de door de AFM gestelde (verlengde) termijn te doen.

In deze brief staat tevens dat reeds in het e-mailbericht van 7 december 2016 wordt opgemerkt dat er een direct verband is tussen de voorgenomen benoeming curator en

[REDACTED] Derhalve is TT van mening dat het in de rede ligt om de termijn voor het geven van een zienswijze aan te houden, omdat de door de AFM gestelde aanleiding voor het benoemen van een curator vooralsnog niet aan de orde is

2. Beoordeling van de feiten

2.1 Reactie AFM op de reactie van TT in het kader van de zienswijze

De AFM heeft het voornemen tot benoeming curator gebaseerd op enerzijds de feiten

[REDACTED] en anderzijds (tot op heden niet weersproken) feiten ten aanzien van de processen en vaststelling van de waardering met betrekking tot het GFH Paraplufonds

alsmede de mate van voorkomen, mitigatie en/of kenbaar maken van belangenconflicten met betrekking tot de beleggingen in het GFH Paraplufonds.

Ten aanzien van de (tot op heden niet weersproken) feiten die samenhangen met de waardering, is de AFM van oordeel dat een beheerder geacht wordt deze processen en bijbehorende informatie direct ter beschikking van de toezichthouder te kunnen stellen. Ook voor de analyse van de belangenconflicten geldt dat een beheerder deze analyse moet hebben en derhalve direct ter beschikking moet kunnen stellen aan de toezichthouder. De AFM is daarom van mening dat de door de AFM gestelde termijn van 7 werkdagen die de AFM uiteindelijk heeft gesteld zeker niet te kort is te noemen voor het geven van een reactie op de feiten die in Bijlage 2 van de voorgenomen benoeming zijn weergegeven. Bovendien is de AFM van mening dat de informatie die samenhangt met de waardering, in combinatie met de belangenverstremgeling, leidt tot urgentie op grond waarvan zij tot het oordeel komt dat de benoeming van de curator, gelet op de bescherming van de belangen van de beleggers, geen uitstel duldt.

Verder merkt de AFM op dat zij er geen vertrouwen meer in heeft dat TT haar bedrijfsvoering op orde krijgt en binnen afzienbare tijd aan de wet voldoet. De AFM benadrukt dat zij nu heeft besloten om een curator te benoemen teneinde een ordentelijke afwikkeling van de door haar beheerde beleggingsinstelling te waarborgen.

De AFM acht de benoeming van de curator noodzakelijk,

. Er zijn echter meerdere achterliggende redenen die ten grondslag liggen aan de benoeming van de curator.

Dit komt in paragraaf 2.3 uitvoerig aan de orde.

Op grond van de wet- en regelgeving dient een beheerder in het kader van zijn beheeractiviteiten geschikt te zijn. De AFM heeft vastgesteld vast dat TT ten aanzien van het beheer van het GFH Paraplufonds niet feitelijk heeft opgetreden als beheerder,

[REDACTED]

[REDACTED]

Voorts stelt de AFM op basis van de feiten in Bijlage 2 bij dit besluit vast dat dat een substantieel aandeel van de beleggingen van het GFH Paraplufonds zeer specifieke beleggingen betreft, vanwege het illiquide karakter en de kwetsbare verhandelbaarheid alsmede de huidige waardering van deze activa (zie voor meer hierover paragraaf 2.3 van dit besluit).

De AIFM-verordening bepaalt in artikel 18 dat een beheerder zorgvuldig om moet gaan bij het selecteren en continu bewaken van de beleggingen alsmede dat zij voldoende kennis en begrip heeft van de activa waarin wordt belegd. Deze bepaling luidt – voor zover hier relevant – als volgt:

- “1. Abi-beheerders betrachten een hoge mate van zorgvuldigheid bij het selecteren en continu bewaken van beleggingen.*
- 2. Abi-beheerders zorgen ervoor dat zij voldoende kennis en begrip hebben van de activa waarin de abi heeft belegd.”*

[REDACTED]

Gelet op bovenstaande feiten, waaronder de aanwijzing aan [B], het feit dat TT niet feitelijk het beheer heeft gevoerd over het GFH Paraplufonds,

[REDACTED], komt de AFM tot conclusie dat TT niet aan de bovengenoemde vereisten uit de AIFM-verordening voldoet. Immers, de AFM moet vaststellen dat men op dit moment binnen TT niet over de vereiste kennis en begrip beschikt van de activa waarin het GFH Paraplufonds belegt

[REDACTED]. Hiermee overtreedt TT de artikelen 18, eerste en tweede lid, [REDACTED], AIFM-verordening.

2.3 Beoordeling van de feiten met betrekking tot de waardering en belangenconflicten ten aanzien van het GFH Paraplufonds

2.3.1 Het wettelijk kader

De artikelen 4:37k Wft, 115i BGfo en 19 van de AIFM-richtlijn stellen, met het oog op de bescherming van de belangen van deelnemers, regels met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming in die beleggingsinstellingen ten behoeve van het accuraat en onafhankelijk waarden van de activa. De waardering kan, indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, worden uitgevoerd door de beheerder van een beleggingsinstelling zelf of een externe taxateur. In de artikelen 67 tot en met 74 van de AIFM-verordening is artikel 19 AIFM-richtlijn verder uitgewerkt.

Op grond van artikel 4:37k, eerste lid, Wft dient een beheerder van een beleggingsinstelling procedures te hebben met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen. Ook dient de beheerder ten minste een maal per jaar een waardering uit te voeren van de activa van de door hem beheerde beleggingsinstellingen of erop toe te zien dat de waardering wordt uitgevoerd door een externe taxateur. Ook dient de beheerder ten minste een maal per jaar de intrinsieke waarde per recht van deelneming in de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen te bepalen. Verder zorgt de beheerder ervoor dat de statuten of het fondsreglement van de beleggingsinstelling vermelden op welke wijze de deelnemers in kennis worden gesteld van de waarderingsprocedures en de intrinsieke waarde en stelt de deelnemers in kennis van de waarderingsprocedures en de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten overeenkomstig de statuten of het fondsreglement van de beleggingsinstelling.

Indien een beheerder van een beleggingsinstelling zelf de waardering uitvoert dient hij te voldoen aan bepaalde regels. Indien een externe taxateur een waardering uitvoert, dient de beheerder die de externe taxateur aanstelt, aan te tonen dat de externe taxateur voldoet aan de gestelde regels. Indien door een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling een externe taxateur wordt aangesteld om de waardering van de activa uit te voeren, dient de beheerder de AFM van deze aanstelling in kennis te stellen.

Op grond van artikel 115i BGfo juncto artikel 19 AIFM-richtlijn dient de beheerder bij de waardering van de activa van de door haar beheerde beleggingsinstellingen en de berekening van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in die beleggingsinstellingen aan zeer gedetailleerde regels en verplichtingen te voldoen. Die regels zien zowel op de personen die betrokken zijn bij de waardering als op het hebben van waarderingsprocedures en waarderingsgedragsregels. Deze regels zijn opgenomen in de artikelen 67 tot en met 74 van de AIFM-verordening. De gedragsregels en procedures die in de AIFM-verordening zijn opgenomen, beschrijven de verplichtingen, taken en verantwoordelijkheden die betrekking hebben op alle bij de waardering betrokken partijen, inclusief externe taxateurs.

Op grond van artikel 19, vijfde lid, AIFM-richtlijn kan de AFM de Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling verplichten een andere externe taxateur aan te stellen indien de externe taxateur niet voldoet aan de gestelde regels. Ook kan de AFM de hiervoor bedoelde beheerder verplichten de procedures voor de waardering, of de waardering zelf, te laten controleren door een externe taxateur of accountant indien de waardering niet wordt uitgevoerd door een onafhankelijke externe taxateur. Dit is bepaald in artikel 4:37k, vijfde lid, Wft dat strekt tot implementatie van artikel 19, zevende en negende lid, AIFM-richtlijn.

Verder is in artikel 19, vierde lid, AIFM-richtlijn het volgende bepaald:

4. De abi-beheerder ziet erop toe dat de waardering wordt uitgevoerd door:

- a) een externe taxateur, hetzij een natuurlijke persoon, hetzij een rechtspersoon, die onafhankelijk is van de abi, de abi-beheerder en om het even welke andere persoon die nauw verbonden is met de abi of de abi-beheerder; of*
- b) de abi-beheerder zelf, op voorwaarde dat de waarderingstaak functioneel onafhankelijk is van het portefeuillebeheer en het beloningsbeleid, en mits andere maatregelen garanderen dat belangenconflicten en ongepaste beïnvloeding van de werknemers verhinderd worden. [onderstreping: AFM]*

En luidt artikel 19, achtste en tiende lid, AIFM-richtlijn als volgt

8. De waardering wordt op onpartijdige wijze en met de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid uitgevoerd. [...]

10. De abi-beheerder is verantwoordelijk voor de accurate waardering van de abi-activa en voor de berekening en de publicatie van de intrinsieke waarde van de activa. Bijgevolg heeft het feit dat de abi-beheerder een externe taxateur heeft aangesteld, geen enkele invloed op de aansprakelijkheid van de abi-beheerder ten aanzien van de abi en de beleggers in de abi.”

Artikel 67 AIFM-verordening bepaalt – voor zover relevant – het volgende:

1. Voor elke door hen beheerde abi gaan abi-beheerders over tot de vaststelling, instandhouding, implementatie en evaluatie van schriftelijke gedragslijnen en procedures die een deugdelijk, transparant, alomvattend en naar behoren gedocumenteerd waarderingsproces garanderen. [...] In de gedragslijnen voor de waardering wordt aangegeven welke waarderingsmethodieken moeten worden gebruikt voor elke activasoort waarin de abi overeenkomstig het toepasselijke nationale recht en het reglement en de statuten van de abi mag beleggen, en de procedures geven uitvoering aan deze waarderingsmethodieken. [...] Zij bepalen dat, telkens als zulks mogelijk en passend is, de prijzen van onafhankelijke bronnen afkomstig moeten zijn. [...]

2. In de gedragslijnen voor de waardering worden de verplichtingen, taken en verantwoordelijkheden van alle bij het waarderingsproces betrokken partijen, met inbegrip van de directie van de abi-beheerder, vastgelegd. De procedures weerspiegelen de organisatiestructuur zoals deze in de gedragslijnen voor de waardering is beschreven.

De gedragslijnen en procedures voor de waardering hebben ten minste betrekking op het volgende:

- a) de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel dat de waardering van de activa daadwerkelijk uitvoert;*

[...]

Artikel 71 AIFM-verordening bepaalt -voor zover relevant- het volgende:

1. Een abi-beheerder zorgt ervoor dat alle activa die de abi in portefeuille heeft, getrouw en adequaat zijn gewaardeerd. De abi-beheerder documenteert per activasoort op welke wijze de adequaatheid en getrouwheid van de individuele waarden worden getoetst. De abi-beheerder kan te allen tijde aantonen dat de portefeuilles van de door hem beheerde abi's accuraat zijn gewaardeerd.

2. In de gedragslijnen en procedures voor de waardering wordt een procedure vastgelegd voor de evaluatie van individuele activawaarden ingeval er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat, zoals in de volgende gevallen:

- a) de waardering is gebaseerd op prijzen die van slechts één tegenpartij of broker afkomstig zijn;
- b) de waardering is gebaseerd op prijzen bij illiquide handel;
- c) de waardering wordt beïnvloed door met de abi-beheerder gelieerde partijen;
- d) de waardering wordt beïnvloed door andere entiteiten die een financieel belang bij de prestatie van de abi kunnen hebben;
- e) de waardering is gebaseerd op prijzen die afkomstig zijn van de tegenpartij die de initiator van een instrument is, met name wanneer de initiator ook de positie van de abi in het instrument financiert;
- f) de waardering wordt door een of meer personen binnen de abi beïnvloed.

Verder worden in artikel 4:37e Wft juncto artikel 115c BGfo juncto artikel 14 AIFM-richtlijn voorschriften gesteld met betrekking tot maatregelen en procedures onder meer ter voorkoming en beheersing van belangenconflicten. Zo bepaalt artikel 4:37e Wft – voor zover relevant – dat een beheerder van een beleggingsinstelling zijn bedrijfsvoering zodanig inricht dat maatregelen kunnen worden genomen om mogelijke belangenconflicten te identificeren, voorkomen, beheersen en controleren. De beheerder treft maatregelen om te voorkomen dat de belangen van door hem beheerde beleggingsinstellingen of hun deelnemers worden geschaad door een belangenconflict. Voorts bepaalt dit artikel dat, indien het niet mogelijk is om schadelijke gevolgen van belangenconflicten voor de belangen van deelnemers te voorkomen, een beheerder de potentiële deelnemers in een door hem beheerde beleggingsinstelling informeert over de aard van mogelijke belangenconflicten en voert zij een adequaat beleid inzake de omgang met dergelijke belangenconflicten. Dit artikel is nader uitgewerkt in artikel 115c BGfo waarin is bepaald dat een beheerder van een beleggingsinstelling over procedures en maatregelen beschikt die waarborgen dat wordt voldaan aan de ingevolge artikel 14 van de AIFM-richtlijn gestelde regels aangaande het voorkomen van en omgaan met belangenconflicten.

In artikel 14, eerste lid, sub a, AIFM-richtlijn staat vervolgens: “De lidstaten schrijven voor dat abi-beheerders alle redelijke maatregelen moeten nemen om belangenconflicten te onderkennen die zich bij het beheer van abi's voordoen tussen:

- a) de abi-beheerder, met inbegrip van zijn bestuurders, werknemers of andere personen die rechtstreeks of onrechtstreeks met de abi-beheerder verbonden zijn door een zeggenschapsband, en de door de abi-beheerder beheerde abi's of de beleggers in deze abi's;”.

In artikel 14, tweede lid, AIFM-richtlijn is bepaald “Als de organisatorische of administratieve regelingen die de door de abi-beheerders getroffen hebben om belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheren en controleren, niet volstaan om met redelijke zekerheid te kunnen aannemen dat het risico dat de belangen van de beleggers worden geschaad, zal worden voorkomen, brengen de abi-beheerders de beleggers in duidelijke

bewoordingen op de hoogte van de algemene aard of de oorzaken van belangenconflicten alvorens voor hen zaken te doen, en stellen zij aangepaste gedragsregels en procedures op.”

Verder is in artikel 83a BGfo bepaald dat een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling jegens de deelnemers in de beleggingsinstelling de in artikel 12, eerste lid, onderdelen b, d, e, f, alsmede de laatste volzin van het eerste lid, en tweede lid, aanhef en onderdeel a, van de AIFM-richtlijn gestelde regels in acht neemt. Deze regels in artikel 12 AIFM-richtlijn luiden – voor zover hier relevant – als volgt:

“1. De lidstaten verlangen dat abi-beheerders te allen tijde aan de volgende voorschriften voldoen: Abi-beheerders:

[...]

b) zetten zich in voor de belangen van de door hen beheerde abi's of de beleggers in de door hen beheerde abi's en de integriteit van de markt;

[...]

d) nemen alle redelijke maatregelen om belangenconflicten te vermijden, en als belangenconflicten onvermijdelijk zijn, om ze te onderkennen, te beheersen en te controleren en eventueel bekend te maken, met als doel te voorkomen dat ze een negatieve impact hebben op de belangen van de abi's en de beleggers in de abi's, en om ervoor te zorgen dat de door hen beheerde abi's op billijke wijze worden behandeld;

e) voldoen aan alle voor de uitoefening van hun werkzaamheden geldende voorschriften, zodat ze de belangen van de abi's in hun beheer of van de beleggers in de door hen beheerde abi's optimaal kunnen behartigen en de integriteit van de markt bevordert wordt;

f) behandelen alle beleggers in abi's billijk.

Geen enkele belegger in een abi mag een voorkeursbehandeling ten deel vallen, tenzij deze voorkeursbehandeling in het reglement of de statuten van de abi in kwestie wordt vermeld.

[...].”

De artikelen 12 en 14 AIFM zijn door middel van zeer gedetailleerde regels verder uitgewerkt in de AIFM-verordening.

2.3.2 Beoordeling AFM ten aanzien van waardering GFH Paraplufonds

Gelet op de feiten en omstandigheden die in Bijlage 2 zijn opgenomen, heeft de AFM ernstige twijfels bij de wijze waarop door TT invulling wordt gegeven aan het bovengenoemd geschetst wettelijk kader met betrekking tot de waardering van de activa van de fondsen GFH EVF en GFH EAF (en daarmee het GFH Paraplufonds). De AFM heeft onder meer twijfels over de (uitkomst van de) berekening van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in die fondsen en of de vaststelling van de intrinsieke waarde wel onafhankelijk en accuraat geschiedt, zoals vereist door de geldende wet- en regelgeving. De AFM licht dit hieronder toe.

2.3.2.1 Uitvoering waardering activa GFH Paraplufonds: rol [B] en [L]

De AFM heeft [REDACTED] reeds geoordeeld dat haar niet is gebleken dat TT haar bedrijfsvoering zodanig heeft ingericht dat zij een integere en beheerste uitoefening van haar bedrijf waarborgt. De

beheerder moet in staat zijn de door haar gedelegeerde taken voortdurend en daadwerkelijk in het oog te houden. TT heeft op 30 november 2012 een uitbestedingsovereenkomst met [L] getekend ten behoeve van administratieve taken. In bepaling 2.01 onderdeel d van deze overeenkomst is vastgelegd dat: “[...] [L] shall be responsible for all financial and accounting duties [...] en [L] shall undertake all actions in the fulfilment thereof, which actions shall include, without limitation, the following [...] the monthly calculation of the Net Asset Value of the Fund [...]”. Hieruit volgt dat [L] de waardebepaling van de fondsen maandelijks vaststelt. Uit de brief van 7 juni 2013, waarmee de FSO is aangevuld en welke door de heer Smit namens TT is ondertekend en door de heren [6] en [7] vanuit [B], blijkt vervolgens dat TT de controle en vastlegging van periodieke financiële documentatie behorend bij de intrinsieke waardebepaling van de GFH subfondsen (zoals [L] deze aanlevert) aan [B] heeft uitbesteed. In de brief van 7 juni 2013 is tevens het volgende opgenomen: “met het controleren en vaststellen van deze documentatie stelt [B] namens TT de intrinsieke waarde van de fondsen vast”. De AFM leidt hieruit af dat [L] de waardering van de activa uitvoert en [B] namens TT de berekening van de intrinsieke waarde van de fondsen door [L] vaststelt en controleert.

Ten aanzien van dit punt heeft TT geen inhoudelijke reactie gegeven op de feiten en/of bevindingen van de AFM, waardoor de AFM niet anders kan dan haar conclusie en oordeel op de feiten in Bijlage 2 te baseren.

[REDACTED]

De aandelen van [B] worden gehouden door [G]. Aandeelhouders van [G] zijn de heren [2] en [6] (via hun gezamenlijke holding [C]), [1] (via [O]), [7] (via [U]) en [5] (via [T]). De heren [1], [2], [6], [7] en [5] zijn bestuurders van [B]. Uit de beschikbare informatie volgt dat deze entiteit, op basis van afspraken die met TT zijn gemaakt, verantwoordelijk is voor het beheer en de (controle en vastlegging van de) waardering van de activa in het GFH Paraplufonds.

2.3.2.2 Beleggingen in gelieerde entiteiten en fondsen en belangenconflicten

Overzicht belegging in gelieerde entiteiten en fondsen

De AFM leidt uit de feiten die in Bijlage 2 zijn weergegeven af dat een belangrijk deel van het fondsvermogen van het GFH EAF en het GFH EVF (direct en indirect) wordt belegd in aan de [A] gelieerde entiteiten en fondsen. Hieronder volgt een weergave van de gelieerde beleggingen, voor zover de AFM deze heeft kunnen vaststellen.

Vanuit het GFH EAF wordt per 30 april 2016 voor ongeveer een vijfde van het fondsvermogen direct belegd in aan [B] gelieerde partijen, namelijk in het [K], het [V] en het [Y]. [G] is enig aandeelhouder van [F], de beheerder van het [K]. Tegelijkertijd vormen de heren [2], [1], [6] en [5] het management van deze beheerder. De beheerder van [V] is [B]. [B] is de entiteit die, zoals hierboven is geschetst, via de FSO feitelijk het beheer voert van het GFH Paraplufonds.

De beheerder van het [Y] is [S] ([S]). De aandelen in [S] zijn per 27 oktober 2015 deels in handen van de volgende entiteiten en vennootschappen binnen de [A]: (gezamenlijk) 100% van de economische gerechtigdheid en [REDACTED] van de zeggenschap in [S]: [H], [D], [E], [U], [T]. Het management van [S] bestaat uit [REDACTED]

([REDACTED]), [REDACTED] ([REDACTED]), [3] ([3]) en [REDACTED] ([REDACTED]). [REDACTED] en [3] zijn tevens beleidsbepaler bij [M] en [REDACTED] en aangemeld als beleidsbepaler na de overname van (een deel van) de aandelen in [S] door [A] op 27 oktober 2015. De aandeelhouder van [M] is [N], waar de heren [2], [1], [6], [7] en [5] gezamenlijk 100% aandeelhouder zijn.

Vanuit het GFH EVF wordt er per 30 april 2016 voor meer dan een vijfde van het fondsvermogen belegd in verschillende compartimenten van [I] en [P]. De aandeelhouder van [I] is [J], waarvan de heren [2], [1], [6], [7] en [5] via hun persoonlijke holdings gezamenlijk aandeelhouder zijn. [I] functioneert als securitisatievehikel van de [A].

[P] is een [REDACTED] entiteit, opgericht op [REDACTED]. Uit de feiten in Bijlage 2 blijkt dat de [A] betrokken is bij, in ieder geval, de oprichting van [P]. De bestuurders van [P] zijn de heren [REDACTED] en [4], tevens [REDACTED] bij [A].⁴

Op grond van dezelfde feiten stelt de AFM eveneens vast dat TT ten aanzien van het beheer van het GFH Paraplufonds aan te merken is als een brievenbusmaatschappij. Op grond van artikel 5.4 van de FSO die TT en [B] hebben gesloten, volgt dat een aantal functionarissen van [B] de bevoegdheid heeft tot het geven van instructies dan wel het uitvoeren van taken van portefeuillebeheer. De aangewezen functionarissen zijn de heren [2], [1], [7], [6], [5] en nog een andere medewerker van [B]. Hieruit volgt dat deze heren invloed kunnen uitoefenen op het portefeuillebeheer alsmede taken van portefeuillebeheer kunnen uitvoeren. De heren [2], [1], [7], [6] en [5] hebben gezamenlijk 100% van het economische en juridische eigendom van [B] en de met [B] verbonden entiteiten, waaronder [I], [F] (de beheerder van het [K]) en [J] (de beheerder van [V]). Hieruit volgt verder dat deze vijf uiteindelijk belanghebbenden zowel het feitelijk beheer voeren (en beïnvloeden) van het GFH Paraplufonds alsook de zeggenschap hebben alsmede het economisch eigendom van [I]. Zie voor een overzicht van de beleggingen in aan [B] gelieerde entiteiten en fondsen: bijlage 4.

Belangenconflicten

De AFM constateert dat er bij de investeringen in aan de [A] gelieerde entiteiten, sprake is van belangenverstrengeling. Ter illustratie verwijst de AFM, naast hetgeen reeds hieromtrent gesteld is, naar de feiten uit Bijlage 2 waaruit volgt dat HET [I] wordt gebruikt als vehikel om liquiditeit te verstrekken aan entiteiten binnen de [A]. Dit doet zij door enerzijds liquiditeit te onttrekken aan het GFH Paraplufonds middels obligatieleningen, en anderzijds liquiditeiten te verstrekken via leningen en/of directe beleggingen in aan de [A]

⁴ Bron: Openbare informatie, Linked-in. Hier staat dat [4] werkzaam is voor [A]. Er staat niet gespecificeerd welke entiteit van [A] dit exact betreft.



gelieerde entiteiten. De uiteindelijk belanghebbenden kunnen derhalve zowel bepalen welk deel van het vermogen van het GFH Paraplufonds belegd wordt in [I] alsmede welke liquiditeiten vanuit [I] verstrekt kunnen worden aan de entiteiten, waar vervolgens dezelfde uiteindelijk belanghebbenden het economisch en juridisch eigendom hebben.

Op grond van artikel 4:73e Wft en artikel 14, eerste lid, sub a, AIFM-richtlijn moet een beheerder alle redelijke maatregelen treffen om belangenconflicten te onderkennen, waaronder de belangenconflicten tussen de beheerder en de met hem, rechtstreeks en onrechtstreeks, verbonden werknemers of personen en de door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen of beleggers in deze beleggingsinstellingen. Tevens treffen beheerders regelingen om de belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheersen en controleren, zodat ze geen schade aan beleggers toebrengen. Op grond van het tweede lid van artikel 14 AIFM-richtlijn worden beleggers op de hoogte gebracht in duidelijke bewoordingen van de aard en of oorzaken van de belangenconflicten “*alvorens voor hen zaken te doen*”.

Op basis van de vaststelling dat [B] feitelijk als beheerder van het GFH Paraplufonds optreedt, stelt de AFM vast dat zich belangenconflicten voordoen tussen deze rol als beheerder van het GFH Paraplufonds en de rol van bestuurder van andere beheerders van beleggingsinstellingen en entiteiten binnen de [A] (onder meer [F] en [J]), alsmede de rol van aandeelhouder van de entiteiten binnen de [A], met name de entiteiten waaraan door [I] leningen worden verstrekt. Hoewel TT formeel de beheerder is van het GFH Paraplufonds, heeft de AFM vastgesteld dat op grond van de FSO TT een brievenbusfirma is en derhalve niet materieel de beheerder van het GFH Paraplufonds. De AFM doelt bij de beschrijving van de belangenconflicten dan ook op de belangen van [B] als beheerder van het GFH Paraplufonds en de belangen van [B] bij verschillende aan de [A] gelieerde entiteiten. Op basis van de vaststelling dat TT optreedt als beheerder van het GFH Paraplufonds en in die hoedanigheid taken heeft uitbesteed aan [B], waaronder de taak van controle en vaststelling van de waardering (zie aanvulling op de FSO per brief van 7 juni 2013) komt de AFM eveneens tot bovenstaande beoordeling.

Gelet op het bovenstaande stelt de AFM vast dat er een groot aantal belangenconflicten onderkend moeten worden met betrekking tot het beheer van het GFH Paraplufonds. Het is de AFM niet gebleken dat deze belangenconflicten door TT zijn onderkend, voorkomen, gecontroleerd dan wel beheerst. Ook is de AFM niet gebleken dat deze belangenconflicten kenbaar zijn gemaakt aan de deelnemers, terwijl TT hiertoe verplicht is op grond van artikel 4:37e, tweede lid, Wft en artikel 14, eerste lid, sub a, AIFM-richtlijn. Sterker nog, uit het prospectus van het GFH Paraplufonds volgt in het geheel niet dat er belegd wordt in de aan [A] gelieerde entiteiten. Daarnaast blijkt niet dat belegd wordt in [I], een aan de [A] gelieerd vehikel dat leningen verstrekt aan verschillende aan de [A] gelieerde entiteiten. Dit, ondanks de vele gedetailleerde regels in de Wft, het BGfo, de AIFM-richtlijn en AIFM-verordening ten aanzien van informatieverstrekking aan deelnemers over relevante onderwerpen, waaronder het bestaan en het niet (kunnen) voorkomen of beheersen van belangenconflicten die schade kunnen toebrengen aan de belangen van de deelnemers.

Ook ten aanzien van dit punt heeft TT geen inhoudelijke reactie gegeven op de feiten en/of bevindingen van de AFM, waardoor de AFM niet anders kan dan haar conclusie en oordeel op de feiten in Bijlage 2 te baseren.

2.3.2.3 De wijze waarop de waarderingstaak wordt uitgevoerd

Geen procedures en maatregelen

Artikel 19, vierde lid, AIFM-richtlijn stelt als eis dat, indien de beheerder zelf de waardering uitvoert, de “waarderingstaak onafhankelijk is van het portefeuillebeheer en het beloningsbeleid, en mits andere maatregelen garanderen dat belangenconflicten en on gepaste beïnvloeding van de werknemers verhinderd worden.” De AFM beschikt niet over informatie waaruit blijkt dat TT procedures en maatregelen heeft met betrekking tot de waardering van de activa van het GFH Paraplufonds die aan de wet- en regelgeving voldoen. Met procedures en maatregelen wordt naast de eisen uit de AIFM-richtlijn, ook gedoeld op de op grond van de AIFM-verordening vereiste gedragsregels en procedures voor de behoorlijke en onafhankelijke waardering van de activa van beleggingsinstellingen. Deze gedragsregels en procedures moeten de verplichtingen, taken en verantwoordelijkheden beschrijven die betrekking hebben op alle bij de waardering betrokken partijen, inclusief externe taxateurs⁵. De AFM merkt op dat deze procedures en maatregelen onderdeel moeten vormen van de inrichting van de bedrijfsvoering en daarmee onderdeel moeten zijn van de beschrijving van de bedrijfsvoering. De AFM stelt vast dat in de beschrijving van de bedrijfsvoering van TT deze procedures niet zijn opgenomen. De AFM hanteert hiervoor het document “Handboek Administratieve Organisatie en Interne Controle”, van 20 februari 2015. Deze versie dateert van na de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn.

Waardering niet (volledig) onafhankelijk: gebruikte bron niet onafhankelijk

Zoals boven is aangegeven, blijkt uit de FSO, met inbegrip van de aanvullingen daarop, dat TT de uitvoering van de waarderingstaak op 30 november 2012 bij [L] heeft ondergebracht en dat vervolgens per 7 juni 2013 [B] de informatie van [L] controleert en de waarde van de fondsactiva, en daarmee de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten, vaststelt. In Bijlage 2 geeft de AFM een overzicht van beleggingen van het GFH Paraplufonds die te kwalificeren zijn als niet genoteerde financiële instrumenten danwel genoteerde financiële instrumenten waarvoor geen prijs wordt afgegeven op de beurs, waarvan de onderliggende activa worden gevormd door enerzijds illiquide activa ([V] en [K]) en anderzijds intragroepsleningen (met een securitisatiedoelstelling). Met betrekking tot deze beleggingen volgt [L] het proces, zoals opgenomen in de Operations Manual. Uit deze Operations Manual volgt dat [L] de waardering baseert op informatie van *Bloomberg, administrators/custodian/client/prime broker etc.* De informatie die Bloomberg, de custodian en de prime broker kunnen geven, ziet op liquide activa. Niet is gebleken dat deze informatiebronnen ook informatie hebben over deze specifieke intragroepsleningen, teak en de life settlements.

Een andere informatiebron die hier genoemd wordt, is ‘*other administrators*’. Uit de AFM ter beschikking staande informatie is niet gebleken welke *administrator* informatie zou kunnen verschaffen over de genoemde illiquide activa. De laatste informatiebron is ‘*client*’. De AFM heeft geen informatie waaruit blijkt dat de ‘*client*’, in casu TT, over informatie beschikt met betrekking tot de genoemde illiquide activa. Ook zou [B] als ‘*client*’ kunnen worden gezien, immers deze entiteit is de initiator van het GFH Paraplufonds alsmede, zo blijkt uit de FSO en de genoemde aanvulling hierop per brief van 7 juni 2013, verantwoordelijk voor de vaststelling en controle van de waardering.

⁵ Zie ook overweging 75 in de AIFM-verordening.

De AFM leidt uit de feiten, zoals opgenomen in Bijlage 2, af dat [B] over informatie beschikt, zou kunnen of zelfs zou moeten beschikken, over de onderliggende illiquide activa. Voor wat betreft de intragroepsleningen, is [B] bij uitstek de partij die informatie kan verschaffen over deze leningen, de waardering en risico's. Het betreft immers leningen aan entiteiten die verbonden zijn met de [A]. Ten aanzien van de beleggingen in [K] is [X] een belangrijke partij die informatie verschaft over de waardering van deze activa. [B] is, middels [5] (de bij [X] afgevaardigde bestuurder/aandeelhouder van [B]) mede betrokken bij de waardering van deze teakactiva. Deze informatiebron kan hiermee niet (voldoende) onafhankelijk worden geacht.

In dit verband wenst de AFM het volgende op te merken. De AFM heeft TT in de gelegenheid gesteld om haar zienswijze te geven op de in Bijlage 2 weergegeven feiten en de bevindingen van de AFM die daarop gebaseerd zijn. TT heeft echter geen inhoudelijke reactie gegeven op deze feiten omdat de zienswijzetermijn van 7 werkdagen te kort zou zijn. De AFM merkt op dat TT in staat dient te zijn om informatie over de gehanteerde of te hanteren waarderingmethodieken, de relevante procedures en gedragslijnen die zij op grond van de wet- en regelgeving⁶ moet hebben en de gebruikte bronnen voor de waarderingen, te allen tijde aan de AFM te verstrekken. De bedrijfsvoering van TT dient zodanig ingericht te zijn dat het beschikbaar stellen van deze informatie niet langer dan enkele dagen in beslag hoeft te nemen. De AFM kan daarom niet anders dan deze conclusie te baseren op de beschikbare feiten die – om welke reden dan ook – niet betwist zijn door TT. Overigens betwijfelt de AFM – gezien alle geconstateerde tekortkomingen bij TT – of TT überhaupt in staat was geweest of thans is om deze informatie aan de AFM te verstrekken. Dit mede vanwege het feit dat [B] feitelijk het beheer voert van het GFH Paraplufonds en tevens verantwoordelijk is voor de controle en vaststelling van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten en TT voor verstrekking van deze informatie afhankelijk is van [B].

Waardering niet onafhankelijk: invloed [B] gelieerde entiteit op waardering

De personen (lees: de bestuurders van [B]) die – blijkens de FSO – verantwoordelijk zijn voor het beheer van het GFH Paraplufonds, zijn dezelfde personen die aandeelhoudersbelang en/of zeggenschap hebben bij de entiteiten waarin vanuit het GFH Paraplufonds wordt belegd. Ook is een van de bestuurders van [B], [5], eveneens betrokken bij [X], de entiteit die een deel van de waardering van de onderliggende activa van een deel van de beleggingen van het GFH Paraplufonds verzorgt. Gezien de grote mate van gelieerdheid c.q. verwevenheid tussen [B] en de overige entiteiten binnen de [A] alsmede de fondsen en entiteiten waarin de subfondsen via [I] beleggen, kan naar het oordeel van de AFM onmogelijk sprake zijn van een onafhankelijke waardering door of (feitelijk) in opdracht van [B] van de activa van de GFH subfondsen, waarbij tevens belangenconflicten worden voorkomen. Het risico op een niet onafhankelijke waardering wordt vergroot door het feit dat het beleggingen betreft waarbij, bij afwezigheid van een beurskoers, de waardering ruimte laat voor subjectiviteit. De waardering wordt door [L] uitgevoerd, weliswaar onder de verantwoordelijkheid van de beheerder) doch waarbij [L] zich baseert op informatie van een [B] gelieerde entiteit. Uit de aanvulling op de FSO van 9 juni 2013 volgt dat [B] verantwoordelijk is voor de controle en vastlegging van periodieke financiële documentatie behorend bij de intrinsieke waardebeoordeling van de GFH subfondsen, zoals [L] deze aanlevert. In diezelfde brief staat onder meer het volgende: “*met het controleren en vaststellen van deze documentatie stelt [B] namens TT de intrinsieke*

⁶ Zie artikel 67, eerste lid, en artikel 71, eerste lid, AIFM-verordening.

waarde van de fondsen vast? Het is voor de AFM nog steeds niet helemaal duidelijk of [B], namens TT zelf de intrinsieke waarde vaststelt als bedoeld in artikel 4:37k, eerste lid, onder c, Wft. De AFM gaat in dit besluit op basis van deze informatie ervan uit dat [L] de waardering van de activa van het GFH Paraplufonds uitvoert als bedoeld in artikel 4:37k, eerste lid, onder b, Wft en [B], namens TT, de intrinsieke waarde van deelnemingsrechten berekent als bedoeld in artikel 4:37k, eerste lid, onder b, Wft.

Voorts volgt uit artikel 67 AIFM-verordening dat ongeacht of de beheerder zelf de waardering uitvoert dan wel deze waarderingstaak uitbesteedt, de onafhankelijkheid van de waardering gewaarborgd moet zijn. Artikel 67, tweede lid, sub a AIFM-verordening bepaalt: “*De gedragslijnen en procedures voor de waardering hebben ten minste betrekking op het volgende: a) de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel dat de waardering van de activa daadwerkelijk uitvoert*”. In het verlengde van de vorige bevindingen is de AFM van oordeel dat TT als formeel beheerder niet aan deze eis voldoet. De AFM stelt vast dat ten aanzien van de waardering van de activa [B] een belangrijke rol speelt in de totstandkoming van de waardering. Uit de beschikbare informatie is in ieder geval niet gebleken dat TT de genoemde gedragslijnen, procedures en maatregelen heeft. Tevens stelt de AFM vast dat zij niet over informatie beschikt waaruit zou blijken dat is voldaan aan de eis dat de waarderingstaak – voor zover deze door [B] als feitelijk de beheerder wordt uitgevoerd – onafhankelijk wordt uitgevoerd van het portefeuillebeheer en het beloningsbeleid als vereist in artikel 19, vierde lid, AIFM-richtlijn. Ook ten aanzien van dit punt heeft TT geen inhoudelijke reactie gegeven op de feiten en/of bevindingen van de AFM, waardoor de AFM niet anders kan dan haar conclusie en oordeel op de feiten in Bijlage 2 te baseren.

TT verantwoordelijk voor accurate waardering van activa en berekening van de intrinsieke waarde
Artikel 19, achtste lid, AIFM-richtlijn eist dat de waardering op onpartijdige wijze en met de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid wordt uitgevoerd. In artikel 19, tiende lid, AIFM-richtlijn is bepaald dat de *beheerder verantwoordelijk is voor de accurate waardering van de activa en voor de berekening en de publicatie van de intrinsieke waarde van de activa*. Nu TT deze taak – zoals eerder aangegeven – bij [B] heeft neergelegd, voldoet zij mogelijk niet aan de eisen ten aanzien van waardering die op haar van toepassing zijn. De AFM betwijfelt namelijk of TT, gezien het feit dat zij feitelijk niet het beheer voert van het GFH Paraplufonds, überhaupt in staat is om te waarborgen dat aan de eis van artikel 19, achtste lid, AIFM-richtlijn, eveneens alle andere eisen die op haar van toepassing zijn, wordt voldaan. Tegelijkertijd is TT op grond van lid 10 van artikel 19 AIFM-richtlijn wel verantwoordelijk voor naleving van alle regels en vereisten die gelden ten aanzien van de waardering van de door haar beheerde fondsen.

2.3.2.4 De getrouwheid en accuraatheid van de waardering

Naast de gereede twijfels bij de wijze waarop de waarderingstaak met betrekking tot het GFH Paraplufonds wordt uitgevoerd (en de mate van onafhankelijkheid en zorgvuldigheid), in ieder geval ten aanzien van de activa waarvoor geen prijs wordt afgegeven, heeft de AFM tevens twijfels of de activa van de GFH subfondsen getrouw en adequaat zijn/worden gewaardeerd. Artikel 71, eerste lid, van de AIFM-verordening stelt dat de beheerder ervoor dient te zorgen dat alle activa die hij in portefeuille heeft getrouw en adequaat worden gewaardeerd. Hierbij dient de beheerder per activasoort te documenteren op welke wijze de adequaatheid en getrouwheid van de

individuele waarden worden getoetst. Daarbij kan hij te allen tijde aantonen dat de portefeuilles van de door hem beheerde abi's accuraat zijn gewaardeerd.

Allereerst stelt de AFM vast dat de uiteindelijk belanghebbenden van de [A], de heren [6], [1], [2], [7] en [5], tevens voor elk van de beheerders van de fondsen binnen de [A] en [I] de uiteindelijk belanghebbenden zijn. Verder heeft de AFM – zoals hierboven is aangegeven – vastgesteld dat [B], waar voornoemde heren allen aandeelhouder alsmede lid van de raad van bestuur zijn, feitelijk optreedt als beheerder van het GFH Paraplufonds. De AFM stelt eveneens vast dat een deel van de beleggingen van het GFH Paraplufonds wordt belegd in andere aan de [A] gelieerde beleggingsinstellingen en entiteiten. De AFM stelt daarnaast ook vast dat deze beleggingsinstellingen en entiteiten van de [A] waarin door het GFH Paraplufonds wordt belegd allen illiquide activa beheren. De illiquiditeit van deze activa kenmerkt zich doordat er nauwelijks verhandelbaarheid mogelijk is.

De AFM maakt uit het bovenstaande op dat de personen die feitelijk beheerbeslissingen nemen over het GFH Paraplufonds (en uit dien hoofde alsmede feitelijk kunnen beschikken over de gelden van het GFH Paraplufonds) en bepalen welk deel van het vermogen van het GFH Paraplufonds wordt belegd in andere [A] fondsen en gelieerde entiteiten, tevens de uiteindelijk belanghebbenden (annex bestuurders) van die andere [A] fondsen en gelieerde entiteiten zijn. Zij hebben hierbij een tegenstrijdig belang dat zich niet verenigt met het belang van de beleggers van wie het geld in het GFH Paraplufonds afkomstig is. De combinatie van het illiquide karakter van een aantal van de beleggingen, de afwezigheid van een beurskoers en de hoge mate van gelieerdheid tussen de feitelijke beheerder van het GFH Paraplufonds en de beheerders van de fondsen en securitisatievehicules waarin vanuit het GFH Paraplufonds wordt belegd, maakt dat de AFM grote twijfels heeft of de waardering van deze activa getrouw en accuraat is. De AFM is van mening dat er in casu sprake is van meerdere factoren die maken dat er een wezenlijk risico bestaat op onjuiste waardering, als bedoeld in artikel 71, tweede lid, AIFM-verordening. De AFM beschikt in ieder geval niet over informatie/documentatie waaruit blijkt dat de waardering wel getrouw en accuraat is uitgevoerd. TT heeft naar aanleiding van het voornemen tot benoeming van de curator bij TT geen informatie verstrekt waaruit dit wel blijkt. Op grond van artikel 71, eerste lid, AIFM-verordening dient TT te allen tijde te kunnen aantonen dat portefeuilles van de door haar beheerde beleggingsinstellingen accuraat zijn gewaardeerd. Zoals de AFM hierboven al heeft aangegeven, dient TT in staat te zijn om informatie over de waardering op een eenvoudige manier – zonder daarvoor al te veel tijd aan te hoeven besteden – beschikbaar te kunnen stellen aan de AFM. De volgens TT te korte zienswijzetermijn – van 7 werkdagen – zou naar het oordeel van de AFM geen belemmering moeten zijn om deze informatie aan de AFM te verstrekken.

De AFM baseert haar twijfels op de volgende bevindingen:

Beleggingen in [K] (teakhout): wezenlijk risico op onjuiste waardering

Vanuit het [K] wordt er belegd in teakboomplantages in Costa Rica. De waardeontwikkeling van de participaties in [K] is daarmee afhankelijk van de ontwikkeling (groei en kwaliteit) van de teakboomplantages. Uit het jaarverslag van het [K] blijkt dat de waardering van de plantages wordt uitgevoerd door [X], een aan de [A] gelieerde onderneming, en gevalideerd door [CC]. Op basis van een model wordt een inschatting gemaakt van verschillende aspecten die te maken hebben met de ontwikkeling van het teak. Daarbij wordt gebruik gemaakt van

verschillende aannames die een subjectief karakter kennen. Uit de ‘*sensitivity analysis*’, zoals opgenomen in het jaarverslag van het [K], blijkt dat een afwijking van de aannames waarmee wordt gerekend, een grote impact kan hebben op de totale waardering van de plantages. Uit de verklaring van de accountant van [I]⁷ blijkt vervolgens dat de accountant stelt dat over het boekjaar 30 juni 2014 tot 30 juni 2015, gezien het subjectieve karakter van de aannames en schattingen zoals gebruikt in het waarderingsmodel, de intrinsieke waarde van het [K] mogelijk aanzienlijk kan verschillen van de waarde die daadwerkelijk zou worden gerealiseerd als er een markt bestond voor participaties in het [K]. De importantie en de gevoeligheid van de aannames waarmee wordt gerekend ten behoeve van de waardering, in combinatie met het feit dat de parameters worden vastgesteld door aan [A] gelieerde personen, maakt dat de AFM zich ernstig zorgen maakt over de juistheid van de waardering. Daarnaast blijkt uit de feiten in Bijlage 2 dat op het moment dat er wel handel heeft plaatsgevonden in participaties van het [K], dit tegen een lagere prijs heeft plaatsgevonden dan de gepubliceerde intrinsieke waarde van de [K] participaties. Hieruit blijkt dat wanneer er daadwerkelijk gehandeld wordt, dit blijkbaar niet tegen de intrinsieke waarde zoals deze is vastgesteld door [X] geschiedt. Tot slot heeft het [K] in 2014 participaties ingekocht van participanten tegen een onjuiste, te hoge, intrinsieke waarde. Het feit dat er een onjuiste intrinsieke waarde is vastgesteld, en op basis hiervan vervolgens ook is gehandeld, verstrekt de twijfels van de AFM omtrent de wijze waarop de intrinsieke waarde wordt vastgesteld.

Uit artikel 71, tweede lid sub c, AIFM-verordening volgt dat er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat in het geval de waardering wordt beïnvloed door met de abi-beheerder gelieerde partijen. Op basis van deze feiten en omstandigheden kan de AFM niet anders dan concluderen dat er in casu sprake is van een geval waarin een wezenlijk risico op onjuiste waardering bestaat. Uit de beschikbare informatie blijkt niet of de beheerder naar aanleiding hiervan de activawaarden heeft geëvalueerd. De AFM heeft daarom op zijn minst zeer ernstige twijfels of de waardering van de [K] beleggingen getrouw en adequaat is.

Beleggingen in [V] (Amerikaanse levensverzekeringen): wezenlijk risico op onjuiste waardering

Vanuit het [V] wordt er geïnvesteerd in Amerikaanse levensverzekeringen. De in- en verkoop van participaties in [V] is sinds [REDACTED] gestaakt. Er wordt door de beheerder, zijnde [B], geen officieel vastgestelde intrinsieke waarde vermeld. De beheerder heeft ervoor gekozen om enkel een onofficiële schatting van de intrinsieke waarde van het [V] op de website te publiceren, waarvoor zij geen aansprakelijkheid accepteert voor wat betreft de betrouwbaarheid van deze intrinsieke waarde. Deze onofficiële schatting dateert van [REDACTED]. Gezien het feit dat de intrinsieke waarde gebaseerd is op een onofficiële schatting en niet jaarlijks wordt vastgesteld, is hier sprake van een situatie als bedoeld in artikel 71, tweede lid, sub b AIFM-verordening “*de waardering is gebaseerd op prijzen bij illiquide handel*”. De AFM kan ook op basis van deze informatie niet anders dan concluderen dat er in casu sprake is van een geval waarin een wezenlijk risico op onjuiste waardering bestaat. De AFM heeft daarom op zijn minst zeer ernstige twijfels of de waardering van de [V] beleggingen getrouw en adequaat is. Temeer omdat de in- en verkoop van participaties [V] in [REDACTED] is opgeschort (en het niet duidelijk is of, en zo ja wanneer, er een hervatting van de in- en verkoop gaat plaatsvinden).

⁷ Het betreft de verklaring van de accountant van [I] bij het jaarverslag van [I] over de periode 2 augustus 2013 tot en met 31 december 2014. De verklaring van de accountant dateert van [REDACTED].

Beleggingen in [I]:

Vanuit het GFH EVF wordt er belegd in [I]. [I] is een door de [A] in 2013 opgerichte [redacted] onderneming, die verschillende vehicles (compartimenten) opricht met als doel het securitiseren van risico's. Vanuit deze compartimenten worden er obligatieleningen uitgegeven. Het geldt dat de verschillende compartimenten van [I] verkrijgen met de uitgifte van obligaties wordt vervolgens voor een belangrijk deel geïnvesteerd in aan de [A] gelieerde entiteiten.

Normaliter vindt de waardebepaling van een beursgenoteerde obligatielening plaats door vraag en aanbod. Een aantal van de series en compartimenten waarin vanuit het GFH EVF in wordt belegd, is genoteerd op de Druiter Markt van Wenen waarbij echter geen prijs wordt afgegeven voor deze compartimenten. Daarnaast lijkt er geen handelsvolume te zijn. Het is de AFM daarmee niet duidelijk waar de intrinsieke waarde van de uitgegeven obligatieleningen op gebaseerd is. Uit artikel 71, tweede lid, sub b en c, AIFM-verordening volgt dat er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat in het geval de waardering is gebaseerd op prijzen bij illiquide handel respectievelijk de waardering wordt beïnvloed door met de abi-beheerder gelieerde partijen. Gebaseerd op de in casu relevante feiten en omstandigheden constateert de AFM dat hier sprake is van situaties als bedoeld in artikel 71, tweede lid, sub b en c, AIFM-verordening. Uit de beschikbare informatie blijkt niet of de beheerder naar aanleiding hiervan de activawaarden heeft geëvalueerd. De AFM heeft – gezien het vorenstaande – wel ernstige twijfels of de waardering van de [I] beleggingen getrouw en adequaat is.

De opbrengst van de beleggingen van het GFH EVF in de compartimenten van [I] is afhankelijk van het terugbetalen door het desbetreffende compartiment van de aanvankelijke investering, oftewel de hoofdsom van de obligatielening, aan het eind van de looptijd van de obligatie. Zoals aangegeven in Bijlage 2, lijken deze compartimenten afzonderlijke rechtspersonen met een gescheiden vermogen. Voor de obligatieleningen die door een compartiment worden uitgegeven geldt derhalve dat het risico dat de obligatielening niet kan worden terugbetaald, afhankelijk is van de financiële status van het desbetreffende compartiment. De AFM heeft twijfels over de mate waarin de compartimenten van [I] hun uitstaande leningen terug ontvangen gezien de liquiditeitstekorten en/of slechte financiële resultaten van relevante entiteiten als het [K], [V] en [R], zoals blijkt uit de feiten in bijlage 2 van deze brief. Zo wordt in een e-mailwisseling aangegeven dat er liquiditeitsproblemen zijn bij [K] die zorgelijk zijn.⁸ En zo heeft [V] bijvoorbeeld middels een brief kenbaar gemaakt dat de in- en verkoop van participaties [V] is opgeschort in verband met een overweldigende hoeveelheid inkoopverzoeken (meer dan 30% van de uitstaande participaties van [V]) en een hangend geschil met betrekking tot de uitkering van een levensverzekering/levensverzekeringen met een waarde van \$ [redacted].

Deze twijfel omtrent de vraag of de activa van de GFH subfondsen getrouw en adequaat zijn/worden gewaardeerd en de hieruit voortvloeiende zorgen van de AFM rondom de liquiditeit van het GFH Paraplufonds wordt vervolgens onderstreept door de accountant van [I], [redacted], die [redacted] over het boekjaar 2014 opmerkt dat ze voor een aanzienlijk deel van de door [I] verstrekte leningen in onvoldoende mate hebben kunnen vaststellen in welke mate deze worden

⁸ Informatie uit de e-mail van [2], d.d. 6 maart 2015, aan [redacted] met als titel '[K] liquiditeit'.

terugbetaald. Ze hebben daardoor onvoldoende kunnen vaststellen of de waardering van de leningen moet worden bijgesteld. ■

Gezien de gerede kans dat de inkomsten van de verschillende compartimenten van [I] sterk tegenvallen door leningen die niet terugbetaald (zullen) worden, vraagt de AFM zich af of dit niet verdisconteert dient te worden in de intrinsieke waarde van de beleggingen van het GFH EVF in de verschillende compartimenten van [I]. Ook hier geldt dat de AFM moet constateren dat er sprake is van situaties als bedoeld in artikel 71, tweede lid, sub b en c, AIFM-verordening. Uit de beschikbare informatie blijkt niet of de beheerder naar aanleiding hiervan de activawaarden heeft geëvalueerd. De AFM heeft – gezien het vorenstaande – ernstige twijfels of de waardering van de [I] beleggingen getrouw en adequaat is.

Ook ten aanzien van dit punt heeft TT geen inhoudelijke reactie gegeven op de feiten en/of bevindingen van de AFM, waardoor de AFM niet anders kan dan haar conclusie en oordeel op de feiten in Bijlage 2 te baseren. Gezien al het bovenstaande kan de AFM niet anders dan concluderen dat de belangen van de deelnemers in het GFH Paraplufonds ernstig in gevaar zijn.

2.3.2.5 Gedragslijnen en procedures voor evaluatie van individuele activawaarden

De AFM constateert dat het Handboek Administratieve Organisatie en Interne Controle van TT geen beschrijving bevat van een procedure voor de evaluatie van individuele activawaarden van het GFH Paraplufonds in het geval er een wezenlijk risico bestaat op onjuiste waardering. Artikel 71, tweede lid, AIFM-verordening vermeldt gevallen waarin een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat, zoals de waardering gebaseerd op prijzen bij illiquide handel en de waardering die wordt beïnvloed door met de abi-beheerder gelieerde partijen.

De AFM heeft hierboven reeds vastgesteld dat een aantal beleggingen een illiquide karakter heeft. Zo is de verhandelbaarheid in het [V] opgeschort. De activa van het [K] bestaan uit teakboomplantages waarvan algemeen bekend is dat dit illiquide activa betreft. Ten aanzien van de beleggingen in [I] heeft de AFM eveneens vastgesteld dat [I] functioneert als een securitisatievehikel voor de [A]. Uit dien hoofde verstrekt zij leningen aan [A]sentiteiten. [I] heeft een listing op de Weense Dritter Markt, hiervoor wordt echter geen prijs afgegeven, waaruit afgeleid kan worden dat hier geen (actieve) handel in bestaat, behoudens de handel die het GFH Paraplufonds zelf initieert. [M] treedt op als listing agent voor de Weense Dritter Markt. Vanuit die hoedanigheid verzorgt zij ook de listing voor [I]. Uit het “*Investment Memorandum*” van [I] (compartiment 2) blijkt dat [M] optreedt als “*Initiator, Investment Manager, Distributor, Listing Agent*”. [M] is een van de groepsmaatschappijen van [A].

Ten aanzien van de belangenverstrengeling heeft de AFM vastgesteld dat de [A] zich kenmerkt door een samenstel van entiteiten en beleggingsinstellingen waarvan de economische en juridische waarde (en zeggenschap) bij vijf uiteindelijk belanghebbenden uitkomt. Deze uiteindelijk belanghebbenden vervullen, naast het houden van aandelen en uitoefenen van zeggenschap, in al deze entiteiten cruciale functies waaronder bestuursfuncties. Ook oefenen deze uiteindelijk belanghebbenden invloed uit op, dan wel nemen zij feitelijke beheersbeslissingen ten aanzien van, het beheer van het vermogen van de [A]sfonds, waaronder begrepen doch niet uitputtend opgesomd, het GFH Paraplufonds, [I], [K], [V] en het [Y]. Op deze wijze zijn zij in staat binnen de groep handel te creëren in instrumenten die afgeleid zijn van illiquide activa, waarin (voor een deel) geen externe handel in plaatsvindt en op deze wijze managen zij binnen de groep de liquiditeitsposities van de verschillende

groepsentiteiten. De AFM beschikt over informatie waaruit volgt dat [I] als securitisatie vehikel diverse omvangrijke leningen verstrekt aan entiteiten binnen [A], waar ook deze vijf uiteindelijk belanghebbenden in beeld zijn als aandeelhouder en/of bestuurder. Het verstrekken van deze leningen vindt plaats in opdracht van (een van) de uiteindelijk belanghebbenden. Daarnaast heeft [B] met betrekking tot de waardering van [K], een bestuurder, [5], afgevaardigd bij de organisatie [X] die de waardering van de teakboomplantages verzorgt. Vanwege het illiquide karakter van een substantieel aantal van de beleggingen en de mate van belangenverstremming bij de waardering van het GFH Paraplufonds en haar subfondsen is de AFM van oordeel dat bij een substantieel deel van de beleggingen een wezenlijk risico op onjuiste waardering, als bedoeld in artikel 71, tweede lid, AIFM-verordening, bestaat. Niet is gebleken is dat TT de vereiste procedures en gedragslijnen heeft vastgesteld voor de evaluatie van individuele activawaarden en tevens is niet gebleken dat of in hoeverre TT de activawaarden überhaupt ooit heeft geëvalueerd, gezien de aanwezigheid van een wezenlijk risico op onjuiste waardering, zoals uit het bovenstaande volgt. Eveneens is gebleken dat TT deze waarderingstaak heeft uitbesteed aan [L]. De AFM heeft vastgesteld dat [L] een “Operations Manual” heeft vastgesteld, waarin ten aanzien van de waardering van financiële instrumenten waarvoor geen prijs via de beurs wordt afgegeven, is beschreven dat deze waardering handmatig wordt ingevoerd gebaseerd op informatie afkomstig van “*Bloomberg, other administrators/custodian/client/prime broker, etc.*”. De AFM heeft eveneens vastgesteld dat er geen verdere beschrijving van een procedure in de “Operations Manual” is opgenomen ten aanzien van de evaluatie van individuele activawaarden ingeval er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat. Ook ten aanzien van dit punt heeft TT geen inhoudelijke reactie gegeven op de feiten en/of bevindingen van de AFM, waardoor de AFM niet anders kan dan haar conclusie en oordeel op de feiten in Bijlage 2 te baseren.

2.3.3 Conclusie AFM

Gelet op de bovengenoemde feiten, omstandigheden en bevindingen van de AFM met betrekking tot de waardering van het GFH Paraplufonds, is de AFM van oordeel dat TT niet aan de regels voldoet omtrent de waardering van de activa in het GFH Paraplufonds.

Specifiek is de AFM op basis van de beschikbare informatie voorlopig van oordeel dat TT artikel 4:37k, eerste en tweede lid, Wft juncto artikel 115i BGfo juncto artikel 19 AIFM-richtlijn en de artikelen 67 en 71, eerste en tweede lid, van de AIFM-verordening overtreedt. Immers, niet is gebleken dat TT met betrekking tot de waardering procedures heeft die aan de toepasselijke wet- en regelgeving voldoen. Ook niet is gebleken dat bij de uitvoering van de waarderingstaak wordt voldaan aan de eis van onafhankelijkheid en het voorkomen van belangenconflicten en dat de waardering op onpartijdige wijze en met de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid wordt uitgevoerd. Verder beschikt de AFM ook niet over informatie waaruit zou blijken dat de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in de GFH subfondsen getrouw en accuraat is. Ook is niet gebleken dat TT procedures heeft voor evaluatie van de individuele activawaarden in geval er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat.

De AFM vindt het erg zorgelijk en zeer ernstig dat TT de uitvoering van deze essentiële taak⁹ uit hoofde van de FSO aan [B] heeft overgelaten, waarbij zij geen enkele controle heeft of kan hebben over de wijze waarop de waardering wordt uitgevoerd.

Daarnaast had TT kunnen, en moeten, weten dat er vanuit [B] een sterke gelieerdheid is met de entiteiten en fondsen waar vanuit het GFH EVF en het GFH EAF in wordt belegd. TT had zich ervan bewust moeten zijn dat er sprake is of zou kunnen zijn van belangenverstrengeling en –conflicten. Hierboven is uitvoerig ingegaan op de belangenconflicten die de AFM heeft vastgesteld. Het is de AFM niet gebleken dat TT haar bedrijfsvoering zodanig heeft ingericht dat maatregelen kunnen worden genomen om mogelijke belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheersen en controleren. Ook is niet gebleken dat TT maatregelen heeft getroffen om te voorkomen dat de belangen van het GFH Paraplufonds op haar deelnemers worden geschaad door een belangenconflict. Het is de AFM bovendien niet gebleken dat, indien het niet mogelijk is om schadelijke gevolgen van belangenconflicten voor de belangen van deelnemers te voorkomen, zij de deelnemers in het GFH Paraplufonds over de aard van mogelijke belangenconflicten heeft geïnformeerd. Althans, het prospectus van het GFH Paraplufonds bevat geen informatie over de beleggingen in de [B] gelieerde entiteiten en mogelijke belangenconflicten die niet kunnen worden voorkomen. Hiermee overtreedt TT artikel 4:37e, eerste en tweede lid, Wft juncto artikel 115c, eerste lid, juncto artikel 14, eerste lid, AIFM-richtlijn.

Op basis van al het bovenstaande is de AFM van oordeel dat TT niet heeft geborgd dat bij de waardering van het GFH Paraplufonds alle procedurele regels en eisen ten aanzien van onder meer onafhankelijkheid, belangenverstrengeling, bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid van de betrokken personen worden nageleefd. Daarnaast heeft de AFM ook ernstige twijfels over de mate waarin de waardering van de activa van het GFH EVF en het GFH EAF getrouw en adequaat is. Ook is niet gebleken dat TT procedures heeft voor het evalueren van individuele activawaarden in geval er een wezenlijk risico op onjuiste waardering bestaat. Bovendien is niet gebleken dat TT voldoet aan de wettelijke regels ten aanzien van het voorkomen en beheersen van belangenconflicten en het informeren van potentiële deelnemers over belangenconflicten die niet (kunnen) worden voorkomen.

Gelet op het bovenstaande is de AFM van oordeel dat, naast de overtredingen

[REDACTED], ook de genoemde feiten en omstandigheden en mogelijke tekortkomingen ten aanzien van de waardering van de activa van de GFH subfondsen een adequate functionering van TT maar vooral de belangen van de deelnemers in het GFH Paraplufonds zeer ernstig in gevaar brengen.

3. Overwegingen om een curator te benoemen

[REDACTED]

⁹ Waar zowel in de AIFM-richtlijn als AIFM-verordening zeer gedetailleerde regels voor gelden.

[REDACTED]

De AFM heeft besloten op grond van artikel 1:76, eerste en tweede lid, onder b en c, Wft een curator ten aanzien van het dagelijks bestuur van TT te benoemen, aangezien zij bij TT overtredingen van de volgende artikelen heeft geconstateerd:

- Artikel 4:37c, derde lid Wft: beleid van TT wordt niet bepaald door ten minste twee personen.
- [REDACTED] Artikel 4:14 Wft: bedrijfsvoering van TT is niet zodanig ingericht dat een beheerste en integere bedrijfsvoering is gewaarborgd.
- Artikel 4:37p, eerste lid, Wft juncto artikel 115q, eerste lid, onderdeel b, BGfo: TT voert geen adequaat beleid dat een integere bedrijfsvoering waarborgt.

Gelet op de bovenstaande feiten, waaronder [REDACTED] TT die niet feitelijk het beheer heeft gevoerd over het GFH Paraplufonds

[REDACTED], komt de AFM tot de conclusie dat de benoeming van de curator bij

TT [REDACTED], van spoedeisend belang en zeer urgent is. TT beschikt namelijk op dit moment niet over de vereiste kennis en begrip van (een deel van) de activa waarin het GFH Paraplufonds belegt en [REDACTED].

Met de curator wordt het dagelijks bestuur van TT versterkt hetgeen noodzakelijk is in het kader van het beheer van het GFH Paraplufonds.

Daarnaast heeft de AFM ernstige twijfels bij de wijze waarop door TT invulling wordt gegeven aan de geldende regels en voorschriften met betrekking tot de waardering van de activa van de fondsen GFH EVF en GFH EAF en het voorkomen en beheersen, alsmede het aan beleggers kenbaar maken van belangenconflicten. Op basis van de beschikbare feiten en omstandigheden is de AFM van oordeel dat TT niet aan de wet- en regelgeving voldoet ten aanzien van waardering en het voorkomen en beheersen van belangenconflicten.

In de kern ziet de AFM de volgende zwaarwegende redenen om per direct een curator aan te stellen bij TT:

- De benoeming is urgent omdat [REDACTED] TT op dit moment niet in staat is om het GFH Paraplufonds adequaat te beheren dan wel ordentelijk af te wikkelen, mede vanwege het bovengenoemd gebrek aan kennis, begrip [REDACTED].

- De AFM is van mening dat de beleggers thans over volstrekt onvoldoende informatie beschikken. Zo was het voor de beleggers niet kenbaar dat een substantieel deel van hun inleg wordt geïnvesteerd in aan de [A] gelieerde activiteiten (en bijvoorbeeld in life settlements en teak). De AFM is van oordeel dat de beleggers alle relevante informatie moeten ontvangen over hun deelnemingsrechten in de door TT beheerde fondsen. In ieder geval dienen beleggers in duidelijke taal op de hoogte te worden gebracht [REDACTED] de bovengenoemde en eventueel andere belangenconflicten die een materiële wijziging vormen van de informatie ten aanzien van de beleggingspropositie op grond waarvan zij ingestapt zijn.¹⁰ De AFM vreest dat het verstrekken van deze informatie een uitstroom uit het fonds op gang kan brengen. Een uitstroom uit het fonds leidt ertoe dat dat de verhouding tussen de liquide en illiquide beleggingen in het GFH Paraplufonds, met inbegrip van haar subfondsen, substantieel wijzigt doordat de (eerste) uittreeders zullen worden gefinancierd door de verkoop van liquide activa, hetgeen een in grote mate verslechterde propositie voor de achterblijvende beleggers/later uittreedende beleggers creëert. Om dit ordentelijk, eerlijk en transparant te laten verlopen is het van belang dat er een curator is die hier een bijdrage aan kan leveren en erop kan toezien dat onder meer wordt voldaan aan de verplichting om de deelnemers zonder voorkeursbehandeling en op een billijke wijze te behandelen.¹¹
- Tevens is de benoeming van de curator urgent omdat de AFM zich ernstige zorgen maakt omtrent de liquiditeitspositie van de [A] en het feit dat de [A] via de in [REDACTED] gevestigde [I] een fors aantal leningen heeft uitgeschreven waarvan de accountant opmerkt niet te kunnen beoordelen of voldoende voorzieningen zijn getroffen om de leningen te kunnen terugbetalen. Gezien (i) het feit dat TT feitelijk haar taken als beheerder van het fonds niet of nauwelijks heeft uitgevoerd de afgelopen jaren en (ii) de (hardnekkige en langdurige) belangenverstrengelingsissues en belangenconflicten binnen de [A] zelf, heeft de AFM er geen vertrouwen in dat TT [REDACTED] in staat zal zijn om orde op zaken te brengen rondom het GFH Paraplufonds.
- De AFM heeft – zoals hierboven is aangegeven – ernstige twijfels of de rechten en belangen van de deelnemers door TT worden gewaarborgd en of TT in het belang van de deelnemers handelt. De AFM beschikt immers over informatie waardoor zij twijfels heeft over de mate waarin de waardering van de activa van het GFH Paraplufonds getrouw en accuraat is. Op of omstreeks 30 december a.s. zal het laatste handelsmoment dit jaar voor het GFH Paraplufonds plaatsvinden. Tijdens dit handelsmoment kunnen beleggers handelen in het fonds alsook wordt de waarde bepaald van de periodieke uitkeringen die beleggers op grond van het afgesloten product verkrijgen. Deze transacties worden gebaseerd op de voor de deelnemingsrechten vastgestelde prijs. De AFM heeft zoals toegelicht ernstige twijfels of deze waardering getrouw en accuraat is. De AFM acht het noodzakelijk om de curator te benoemen die voor de aanvang van het eerstvolgende handelsmoment erop kan toezien dat de handel in het GFH Paraplufonds conform de wet- en regelgeving plaatsvindt en het beginsel van de billijke behandeling van de deelnemers in acht wordt genomen. De AFM is van mening dat TT als beheerder de handel in het GFH Paraplufonds

¹⁰ Artikel 4:37m Wft juncto artikel 115k BGfo en artikel 23 AIFM-richtlijn.

¹¹ Artikel 83a BGfo juncto artikel 12, eerste lid, onderdelen b, d, e, f, alsmede de laatste volzin van het eerste lid AIFM-richtlijn.

zou moeten opschorten totdat is vastgesteld dat de berekening van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in het GFH Paraplufonds accuraat en getrouw is. De curator kan hiertoe een bijdrage leveren en erop toezien dat TT per direct maatregelen neemt om – met de hulp van een externe onafhankelijke taxateur – ervoor te zorgen dat de waardering van de activa van het GFH Paraplufonds conform de wet- en regelgeving wordt uitgevoerd.

- De AFM acht het van spoedeisend belang dat een curator wordt benoemd bij TT die erop kan toezien dat de geldstromen binnen het GFH Paraplufonds kunnen worden gemonitord dan wel bijgestuurd, nu de AFM heeft vastgesteld dat TT nu voor het eerst feitelijk (complexe) beheertaken moet gaan verrichten voor het GFH Paraplufonds. In het verlengde hiervan acht de AFM het noodzakelijk dat een curator wordt benoemd gezien het feit dat de bewaarder van het GFH Paraplufonds niet voldoet aan de eisen van onafhankelijke dienstverlening nu deze gelieerd is aan de administrateur, [L], die de processen rondom de waardebeoordeling heeft ingericht en blijkens de beschikbare informatie de waardering van de activa van het GFH paraplufonds uitvoert. De taak van de reconciliatie van geldstromen is een zeer belangrijke taak die de wetgever heeft opgedragen aan de bewaarder. Echter, in het geval de bewaarder niet voldoet aan de wettelijke vereisten, is het met het oog op de bescherming van de belangen van beleggers niet verantwoord hier geen passende maatregelen voor in te richten. Het benoemen van de curator kan ertoe bijdragen dat het uitvoeren van deze taak door de bewaarder met inachtneming van de belangen van de deelnemers gaat plaatsvinden. De AFM heeft er namelijk – gezien al het bovenstaande – geen vertrouwen in dat TT aandacht zal hebben voor deze belangen.
- Het is de AFM tot op heden niet gebleken dat TT adequate acties onderneemt of kan ondernemen jegens [B] om het beheer weer naar zich toe te trekken, de FSO te beëindigen en de (mogelijke) risico's die een directe bedreiging vormen voor de belangen van deelnemers te mitigeren.
- De AFM heeft vastgesteld dat TT niet voldoet aan de eisen die de wet- en regelgeving stelt ten aanzien van het onderkennen, voorkomen, beheersen en controleren van belangenconflicten. De AFM heeft vastgesteld dat door de grote rol van [B] bij het beheren van het GFH Paraplufonds alsmede de waardering van de activa van dit fonds, er belangenconflicten ontstaan die schadelijk (kunnen) zijn voor de deelnemers.

Voorts benadrukt dat de AFM dat het noodzakelijk is om een curator bij TT te benoemen, nu het bij de deelnemers om een kwetsbare groep consumenten gaat die, zo vreest de AFM, van de regen in de drup zijn beland. Zij hadden een niet geschikte beleggingsverzekering (ook algemeen bekend als een 'woekerpolis') en hebben nu op basis van onvolledige en niet afdoende informatie, een riskante belegging ervoor teruggekregen. Voor een substantieel deel van de beleggers zal, vanwege de fiscaliteit, de belegging een noodzakelijke aanvulling vormen op de oudedagsvoorziening. In hun belang moet er dringend orde op zaken worden gesteld voordat hun belangen (nog meer) worden geschaad en voordat zij voor de tweede keer worden gedupeerd.

Naast de tekortkomingen in de bedrijfsvoering die hierboven reeds uiteen zijn gezet, is formeel sprake van beheer door TT van het GFH Paraplufonds, maar waarvan ingevolgd de FSO het beheer feitelijk nooit door TT is uitgevoerd. Gedurende de periode dat het GFH Paraplufonds wordt aangeboden heeft TT in de praktijk geen, althans een onvoldoende, rol vervuld bij het besturen, controleren en bijsturen van de processen en de uitvoering met betrekking tot (het beheer van) het GFH Paraplufonds, GFH Giro en [B]. Gelet hierop heeft de AFM ernstige

twijfels bij het vermogen van TT om het beheer dan wel de afwikkeling van de vergunningplichtige activiteiten met betrekking tot in ieder geval het GFH Paraplufonds ordentelijk te laten plaatsvinden. Bovendien betwijfelt de AFM in ernstige mate of TT in staat is om onder meer de afwikkeling van al haar vergunningplichtige activiteiten adequaat uit te voeren, nu TT beschikt over slechts één dagelijks beleidsbepaler,

Belangenafweging

De AFM maakt een afweging bij de maatregelen die zij neemt met inachtneming van de belangen van TT en de belangen die de AFM op grond van haar wettelijke taak dient te behartigen. De AFM heeft een aantal overtredingen bij TT vastgesteld.

Gelet op het feitencomplex

is naar het oordeel van de AFM het belang van de beleggers gediend bij het aanstellen van een curator, overeenkomstig artikel 1:76, eerste en tweede lid, onder b en c, Wft. De door de AFM geconstateerde overtredingen raken direct aan de kernbepalingen uit Deel 4 van de Wft, waarmee onder meer een beheerste en integere bedrijfsvoering en een zorgvuldige behandeling van consumenten/deelnemers is beoogd. Deze overtredingen brengen de AFM tot het oordeel dat zij onder meer de belangen van deelnemers ernstig in gevaar brengen. Het aanstellen van een curator op grond van artikel 1:76, tweede lid, onder b en c, Wft is dan ook bedoeld om de belangen van de deelnemers te beschermen en te voorkomen dat een adequaat functioneren van TT in gevaar wordt gebracht. Adequate functionering van TT is immers van cruciaal voor een zorgvuldige behandeling van de deelnemers. Naar het oordeel van de AFM is het belang van TT bij het niet aanstellen van een curator daarom ondergeschikt aan het belang van het aanstellen van een curator. Daarbij komt dat de curator waarborgt dat TT de relevante wet- en regelgeving in acht neemt. Dat is ook in het belang van TT, die daartoe naar het oordeel van de AFM – blijkens alle feiten en omstandigheden – zelf onvoldoende in staat is op dit moment. Tevens ziet de curator erop toe dat TT haar activiteiten onafhankelijk opereert, gezien de aanwezigheid, althans niet weerlegde, belangenverstrengeling en –conflicten, zoals hierboven is aangegeven.

4. Besluit

Alle feiten en omstandigheden in ogenschouw nemend, heeft de AFM besloten op grond van artikel 1:76, eerste en tweede lid onder b en c, Wft ten aanzien van het dagelijks bestuur van TT een curator te benoemen.

Dit besluit is gebaseerd op het feit dat, vanwege de bovengenoemde ernstige tekortkomingen in de bedrijfsvoering, de belangen van de beleggers en het adequaat functioneren van TT ernstig in gevaar zijn. De deelnemers in de (formeel) door TT beheerde fondsen kunnen hierdoor aanzienlijke schade ondervinden. Het aanstellen van de curator dient er daarom mede voor te zorgen dat

de belangen van de deelnemers in acht worden genomen.

De tekortkomingen die de AFM heeft geconstateerd maken dat er sprake is van een spoedeisend belang om tot benoeming van een curator over te gaan. Door het aanstellen van de curator zal de nodige urgentie worden gegeven aan de beheerste en integere bedrijfsvoering van TT en zullen de belangen van de beleggers in ogenschouw worden genomen.

Taak curator

De curator krijgt concreet tot taak toe te zien dat onder meer [REDACTED] de vergunningplichtige activiteiten van TT op een ordentelijke wijze en conform de geldende wet- en regelgeving plaatsvindt, waarbij de persoon die tot de curator wordt benoemd in het bijzonder toeziet op:

- het bevorderen van de adequate verstrekking van informatie aan de AFM;
- de vaststelling van de intrinsieke waarde van de door TT beheerde fondsen conform de wet- en regelgeving;
- een adequate informatievoorziening aan deelnemers conform de wet- en regelgeving, [REDACTED];
- de beëindiging van alle beheeractiviteiten van [B] met betrekking tot het GFH Paraplufonds;
- de zorgvuldige behandeling van de deelnemers, het waarborgen van de rechten van de deelnemers en het tegengaan van belangenconflicten tussen TT/[B]/GFH Paraplufonds en deelnemers en tussen de deelnemers onderling.

De curator zal tevens tot opdracht hebben te bevorderen dat TT, voor zover zij dat nog niet gedaan heeft, zo spoedig mogelijk de feiten en omstandigheden achterhaalt met betrekking tot de mogelijk onjuiste berekening van de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten in het GFH Paraplufonds. Daarnaast zal de curator bevorderen dat de belangen van de deelnemers steeds in acht worden genomen en dat de fondsen uitsluitend worden overgedragen aan beheerders die aan alle wettelijke vereisten voldoen en die in staat zijn de rechten en belangen van de deelnemers te waarborgen. De curator dient de AFM periodiek te rapporteren over de voortgang die wordt geboekt.

De AFM kan op grond van relevante feiten en omstandigheden besluiten de taak van de curator aan te passen.

Toegang tot de administratie

De curator dient toegang te hebben tot de plaats waar de administratie van TT en de door haar fondsen beheerde zich bevinden en van waaruit het beleid van TT en haar fondsen worden bepaald.

De benoeming van een curator zal met zich meebrengen dat alle organen en vertegenwoordigers van TT, thans alleen het bestuur bestaande uit de heer Smit door tussenkomst van [BB], aan de curator alle medewerking als bedoeld in artikel 1:76, zesde lid, Wft dient te verlenen. De benoeming van een curator zal ook met zich meebrengen dat vanaf dat moment het bestuur van TT haar bevoegdheden slechts mag uitoefenen na goedkeuring door de curator en met inachtneming van de opdracht van de curator. De curatele zal zich niet uitstrekken tot de opdrachten die TT aan haar advocaten zal geven en de werkzaamheden die daar uit voortvloeien indien TT de advocaten opdracht heeft gegeven in rechte op te komen tegen de benoeming van een curator. Uit hoofde van de



curatele is de curator bevoegd om onder meer aan het bestuur te verzoeken om deskundigen in te schakelen indien hij dat noodzakelijk acht voor een adequate uitoefening van zijn taak.

Wellicht ten overvloede merkt de AFM op dat het mogelijk overdragen van het GFH Paraplufonds, zoals TT voornemens is, nu of in de nabije toekomst er niet toe leidt dat TT op dit moment niet langer (formeel) verantwoordelijk is voor het GFH Paraplufonds. TT is en blijft volledig verantwoordelijk voor het beheer van het GFH Paraplufonds tot het moment waarop het beheer daadwerkelijk en definitief aan een nieuwe beheerder is overgedragen. Ook ten behoeve van deze overdracht



heeft TT een verantwoordelijkheid om te bewaken dat aan alle wettelijke vereisten wordt voldaan.

5. Rechtsgangverwijzing

Iedere belanghebbende kan tegen deze beschikking bezwaar maken door binnen zes weken na bekendmaking daarvan een bezwaarschrift in te dienen bij de AFM, t.a.v. Juridische Zaken, Postbus 11723, 1001 GS, Amsterdam. Een bezwaarschrift kan ook per fax (faxnummer 020-797 3835), per e-mail (e-mailadres bezwarenbox@afm.nl) of met het bezwaarformulier op de website van de AFM (www.afm.nl/bezwaar) worden ingediend. Aan deze elektronische verzending stelt de AFM nadere eisen die op haar website worden toegelicht. Een van die eisen is dat een bezwaarschrift niet aan andere AFM faxnummers of AFM e-mailadressen dan de hier genoemde kan worden gestuurd. De AFM neemt het bezwaarschrift alleen inhoudelijk in behandeling als aan deze eisen is voldaan.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

[Was getekend]

[Was getekend]

Bijlage 1: Wettelijk kader

Wet op het financieel toezicht (Wft)

In artikel 1:76 Wft is bepaald:

1. De toezichthouder kan besluiten een of meer personen te benoemen als curator ten aanzien van alle of bepaalde organen of vertegenwoordigers van een financiële onderneming indien die financiële onderneming niet voldoet aan hetgeen ingevolge deze wet is bepaald.

2. Het besluit ingevolge het eerste lid wordt slechts genomen:

a. nadat door de financiële onderneming niet of niet volledig binnen de gestelde termijn aan een aanwijzing als bedoeld in artikel 1:75, eerste lid, gevolg is gegeven; of

b. indien de in het eerste lid bedoelde overtreding een adequate functionering van de financiële onderneming ernstig in gevaar brengt en die financiële onderneming voorafgaand in de gelegenheid is gesteld haar zienswijze naar voren te brengen over het voorgenomen besluit; of

c. indien de in het eerste lid bedoelde overtreding de belangen van consumenten of, indien het financiële instrumenten of verzekeringen betreft, de belangen van cliënten met uitzondering van professionele beleggers ernstig in gevaar brengt en die financiële onderneming voorafgaand in de gelegenheid is gesteld haar zienswijze naar voren te brengen over het voorgenomen besluit.

3. Onverminderd het eerste en tweede lid kan de Nederlandsche Bank besluiten een of meer personen te benoemen als curator ten aanzien van alle of bepaalde organen of vertegenwoordigers van een financiële onderneming indien hij bij die financiële onderneming tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit, of de liquiditeit van die financiële onderneming in gevaar kunnen brengen.

4. Het besluit ingevolge het derde lid wordt slechts genomen:

a. nadat door de financiële onderneming niet of niet volledig binnen de gestelde termijn aan een aanwijzing als bedoeld in artikel 1:75, tweede lid, gevolg is gegeven; of

b. indien onverwijld ingrijpen noodzakelijk is en de financiële onderneming voorafgaand in de gelegenheid is gesteld haar zienswijze naar voren te brengen over het voorgenomen besluit.

5. Het benoemingsbesluit bevat onder meer een beschrijving van de belangen waardoor de curator zich dient te laten leiden. De toezichthouder benoemt de curator voor ten hoogste twee jaren, met de mogelijkheid om deze termijn telkens voor ten hoogste een jaar te verlengen; de verlenging wordt terstond van kracht. Met ingang van het tijdstip waarop het besluit tot benoeming van de curator aan de financiële onderneming is bekendgemaakt mogen de desbetreffende organen of vertegenwoordigers hun bevoegdheden slechts uitoefenen na goedkeuring door de curator en met inachtneming van de opdrachten van de curator.

6. Na de benoeming van een curator:

a. verlenen de organen en de vertegenwoordigers van de financiële onderneming de curator alle medewerking;

b. kan de toezichthouder de betrokken organen of vertegenwoordigers van de financiële onderneming toestaan bepaalde rechtshandelingen zonder goedkeuring te verrichten;

- c. kan de toezichthouder te allen tijde de door hem aangewezen curator vervangen;*
- d. is voor schade ten gevolge van handelingen, die zijn verricht in strijd met een besluit als bedoeld in het eerste of derde lid, elke persoon die deel uitmaakt van het orgaan van de financiële onderneming dat deze handelingen verrichtte, hoofdelijk aansprakelijk tegenover de financiële onderneming, tenzij het verrichten van deze handelingen niet aan hem is te verwijten en hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden;*
- e. zijn de handelingen, bedoeld in onderdeel d, voorzover deze rechtshandelingen zijn, vernietigbaar, indien de wederpartij wist of behoorde te weten dat de vereiste goedkeuring ontbrak.*
- 7. Zodra de omstandigheid, bedoeld in het eerste of derde lid niet langer aanwezig is, trekt de toezichthouder het besluit tot benoeming van de curator in. De toezichthouder maakt het besluit tot intrekking onverwijld bekend aan de financiële onderneming.*
- 8. Het eerste, tweede en vijfde tot en met zevende lid zijn van overeenkomstige toepassing op een ieder die in of vanuit Nederland bedrijfsmatig buiten besloten kring opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen aantrekt, ter beschikking verkrijgt of ter beschikking heeft.*



In artikel 4:14 is, voor zover relevant, bepaald:

- 1. Een beheerder van een beleggingsinstelling, een beheerder van een icbe, beleggingsinstelling, icbe, beleggingsonderneming, bewaarder of pensioenbewaarder richt de bedrijfsvoering zodanig in dat deze een beheerste en integere uitoefening van zijn onderscheidenlijk haar bedrijf waarborgt.*
- 2. Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden regels gesteld met betrekking tot het eerste lid. Deze regels hebben betrekking op:*
 - c. ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten en deelnemers, waaronder wordt verstaan:*
 - 1°. het waarborgen van de informatieverstrekking aan cliënten of deelnemers;*
 - 2°. het waarborgen van de vastlegging van de relatie met de cliënten of deelnemers;*

- 3°. het waarborgen van de zorgvuldige behandeling van cliënten of deelnemers;
- 4°. het tegengaan van belangenconflicten tussen de financiële onderneming en cliënten of deelnemers en tussen de cliënten of deelnemers onderling;
- 5°. het waarborgen van de rechten van cliënten of deelnemers; en
- 6°. andere bij algemene maatregel van bestuur te bepalen onderwerpen.

In artikel 4:37e Wft is bepaald:

1. De beheerder van een beleggingsinstelling richt zijn bedrijfsvoering zodanig in dat maatregelen kunnen worden genomen om mogelijke belangenconflicten te identificeren, voorkomen, beheersen en controleren. De beheerder treft maatregelen om te voorkomen dat de belangen van door hem beheerde beleggingsinstellingen of hun deelnemers worden geschaad door een belangenconflict.
2. Indien het niet mogelijk is om schadelijke gevolgen van belangenconflicten voor de belangen van deelnemers te voorkomen, informeert een beheerder de potentiële deelnemers in een door hem beheerde beleggingsinstelling over de aard van mogelijke belangenconflicten. De beheerder voert een adequaat beleid inzake de omgang met dergelijke belangenconflicten.
3. Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden regels gesteld met betrekking tot het bepaalde in het eerste en tweede lid.

In artikel 4:37k Wft is bepaald:

- 1 Een beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling:
 - a. heeft procedures met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen;
 - b. voert ten minste een maal per jaar een waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen uit of ziet toe dat een waardering van de activa wordt uitgevoerd door een externe taxateur;
 - c. bepaalt ten minste een maal per jaar de intrinsieke waarde per recht van deelneming in de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen;
 - d. draagt er zorg voor dat in de statuten of het fondsreglement van de beleggingsinstelling vermelden op welke wijze de deelnemers in kennis worden gesteld van de waardering, bedoeld in onderdeel b, en de intrinsieke waarde, bedoeld in onderdeel c; en
 - e. stelt de deelnemers in kennis over de waarderingen, bedoeld in onderdeel b, en de intrinsieke waarde, bedoeld in onderdeel c, overeenkomstig de statuten of het fondsreglement van de beleggingsinstelling.
- 2 Indien een beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling een waardering als bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, uitvoert, voldoet hij aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels.
- 3 Indien een externe taxateur een waardering als bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, uitvoert, toont de beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling die de externe taxateur heeft aangesteld aan dat is voldaan aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels.
- 4 Indien een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling een externe taxateur aanstelt, stelt hij hiervan de Autoriteit Financiële Markten in kennis.

5 De Autoriteit Financiële Markten kan de Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling verplichten:

a. een andere externe taxateur aan te stellen indien de externe taxateur niet voldoet aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te bepalen regels, bedoeld in het derde lid; en

b. de procedures met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde beleggingsinstellingen en de waarderingen van de activa van de door hem beheerde beleggingsinstellingen te laten controleren door een externe taxateur of accountant indien de waardering niet wordt uitgevoerd door een onafhankelijke externe taxateur.

6 Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden regels gesteld met betrekking tot de waardering van de activa van de door een beheerder beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming in die belegginginstellingen.

Besluit Gedragtoezicht financiële ondernemingen (BGfo)

In artikel 29a BGfo is bepaald:

De bedrijfsvoering van een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling voldoet aan de ingevolge artikel 18 van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde eisen.

83a BGfo

1. Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling neemt jegens de deelnemers in de beleggingsinstelling de in artikel 12, eerste lid, onderdelen b, d, e, f, alsmede de laatste volzin van het eerste lid, en tweede lid, aanhef en onderdeel a, van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde regels in acht.

2. De Autoriteit Financiële Markten neemt bij het toezicht op de naleving van regels, bedoeld in het eerste lid, de ingevolge artikel 12, derde lid, van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde criteria in acht.

In artikel 115c BGfo is bepaald:

1 Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling beschikt over procedures en maatregelen die waarborgen dat wordt voldaan aan de ingevolge artikel 14 van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde regels aangaande het voorkomen van en omgaan met belangenconflicten.

2 Indien aan een beheerder van een beleggingsinstelling diensten worden verleend door een prime broker neemt de beheerder de in artikel 14, derde lid, van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde regels in acht.

In artikel 115i BGfo is bepaald:

De waardering van de activa en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming van een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling voldoet aan de ingevolge artikel 19 van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen gestelde eisen.

In artikel 115k BGfo is bepaald:

1 De informatie, bedoeld in artikel 4:37m, eerste lid, van de wet omvat ten minste de gegevens, bedoeld in artikel 23, tweede lid, tweede volzin, vierde en vijfde lid, van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

2 De beheerder van een beleggingsinstelling neemt bij het verstrekken van de gegevens, bedoeld in het eerste lid de ingevolge artikel 23, zesde lid, van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen door de Europese Commissie gestelde regels in acht.

In artikel 115q BGfo is, voor zover relevant, bepaald:

1. Een beheerder voert een adequaat beleid dat een integrale uitoefening van zijn bedrijf waarborgt.

Hieronder wordt verstaan dat:

b. wordt tegengegaan dat de beheerder of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de beheerder of in de financiële markten kunnen schaden;

In artikel 115u BGfo is bepaald:

Een beheerder behandelt deelnemers onder vergelijkbare omstandigheden op gelijke wijze.

AIFM-richtlijn

In artikel 14 AIFM-richtlijn is bepaald:

Belangenconflicten

1. De lidstaten schrijven voor dat abi-beheerders alle redelijke maatregelen moeten nemen om belangenconflicten te onderkennen die zich bij het beheer van abi's voordoen tussen:

a) de abi-beheerder, met inbegrip van zijn bestuurders, werknemers of andere personen die rechtstreeks of onrechtstreeks met de abi-beheerder verbonden zijn door een zeggenschapsband, en de door de abi-beheerder beheerde abi's of de beleggers in deze abi's;

b) de abi of de beleggers in die abi en een andere abi of de beleggers in die abi;

c) de abi of de beleggers in die abi en een andere cliënt van de abi-beheerder;

d) de abi of de beleggers in die abi en een icbe die door de abi-beheerder beheerd wordt, of de beleggers in deze icbe's; of

e) twee cliënten van de abi-beheerder.

Abi-beheerders hanteren en handhaven doeltreffende organisatorische en administratieve regelingen, met als doel alle redelijke maatregelen te kunnen nemen om belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheersen en controleren, zodat deze belangenconflicten geen schade toebrengen aan de belangen van de abi's en van de beleggers in de abi's.

Abi-beheerders scheiden binnen hun bedrijf taken en verantwoordelijkheden die als onderling onverenigbaar kunnen worden beschouwd of die aanleiding kunnen geven tot systematische belangenconflicten. Abi-beheerders gaan na of de omstandigheden van hun bedrijfsuitoefening tot andere belangrijke belangenconflicten kunnen leiden, en stellen de beleggers in abi's hiervan in kennis.

2. Als de organisatorische of administratieve regelingen die de door de abi-beheerders getroffen hebben om belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheeren en controleren, niet volstaan om met



redelijke zekerheid te kunnen aannemen dat het risico dat de belangen van de beleggers worden geschaad, zal worden voorkomen, brengen de abi-beheerders de beleggers in duidelijke bewoordingen op de hoogte van de algemene aard of de oorzaken van belangenconflicten alvorens voor hen zaken te doen, en stellen zij aangepaste gedragsregels en procedures op.

3. Wanneer de abi-beheerder voor de abi gebruikmaakt van de diensten van een prime broker, moeten de voorwaarden hiervoor worden vastgelegd in een schriftelijke overeenkomst. In die overeenkomst moeten met name alle mogelijkheden voor overdracht en hergebruik van abi-activa worden vastgelegd. Deze mogelijkheden moeten voldoen aan het abi-reglement of de statuten. In de overeenkomst staat voorts dat de bewaarder op de hoogte moet worden gebracht van de overeenkomst.

Abi-beheerders betrachten bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding bij de selectie en aanwijzing van de prime brokers met wie zij een overeenkomst zullen sluiten.

4. De Commissie stelt middels gedelegeerde handelingen overeenkomstig artikel 56 en onder de voorwaarden van de artikelen 57 en 58 maatregelen vast tot precisering van:

a) de soorten belangenconflicten zoals bedoeld in lid 1;

b) de redelijke maatregelen op het gebied van structurering en organisatorische en administratieve procedures die abi-beheerders geacht worden te nemen om belangenconflicten te onderkennen, voorkomen, beheren, controleren en bekend maken.

In artikel 18 AIFM-richtlijn is bepaald:

Algemene beginselen

1. De lidstaten eisen dat abi-beheerders te allen tijde over adequate en voldoende personele en technische middelen beschikken om het beheer van abi's naar behoren te kunnen uitvoeren.

Mede in het licht van de aard van het door de abi-beheerder beheerde abi schrijven de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst met name voor dat de abi-beheerder moet beschikken over goede administratieve en boekhoudkundige procedures, controle- en beveiligingsvoorschriften op het gebied van de elektronische informatieverwerking en adequate interne controleprocedures, met inbegrip van met name regels voor persoonlijke transacties van de eigen medewerkers en voor het aanhouden of beheren van beleggingen met het oog op het beleggen van het eigen vermogen, zodat op zijn minst gewaarborgd wordt dat elke transactie waarbij de abi's betrokken zijn, kan worden gereconstrueerd wat betreft de oorsprong ervan, de erbij betrokken partijen, de aard ervan en de tijd en de plaats waar de transactie heeft plaatsgevonden, en dat de activa van de door de abi-beheerder beheerde abi worden belegd in overeenstemming met het reglement van de abi of de statuten en de vigerende wettelijke bepalingen.

2. De Commissie stelt middels gedelegeerde handelingen overeenkomstig artikel 56 en onder de voorwaarden van de artikelen 57 en 58 maatregelen vast tot precisering van de procedures en regels waarvan sprake is in lid 1.

In artikel 19 AIFM-richtlijn is bepaald:

Waardering

1. De abi-beheerder zorgt ervoor dat er voor elke door hem beheerde abi passende en consistente procedures worden vastgesteld ten behoeve van het accuraat en onafhankelijk waarden van de activa van de abi overeenkomstig dit artikel, het toepasselijke nationale recht en het reglement van de abi of de statuten.

2. De regels voor de waardering van activa en voor de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel in de abi worden vastgelegd in het recht van het land waar de statutaire zetel van de abi gevestigd is, en/of in het reglement van de abi en/of de statuten.

3. De abi-beheerder zorgt er ook voor dat de intrinsieke waarde van de activa per recht van deelneming of aandeel in de abi in overeenstemming met dit artikel, de toepasselijke nationale wetgeving en het reglement of de statuten van de abi berekend en aan de beleggers meegedeeld wordt.

De gehanteerde waarderingsprocedures waarborgen dat de activa ten minste één maal per jaar worden gewaardeerd en dat de intrinsieke waarde van de activa per recht van deelneming of aandeel ten minste één keer per jaar wordt berekend.

Als de abi tot het open-end-type behoort, worden deze waarderungen en berekeningen voorts verricht met een frequentie die passend is in het licht van de door de abi aangehouden activa en van het uitgifte- en terugbetalingsbeleid ervan.

Als de abi tot het closed-end-type behoort, worden deze waarderungen en berekeningen eveneens verricht wanneer de abi in kwestie tot een kapitaalverhoging of -verlaging overgaat.

Beleggers worden op de in het reglement of de statuten van de abi in kwestie vastgelegde wijze in kennis gesteld van de waarderungen en berekeningen.

4. De abi-beheerder ziet erop toe dat de waardering wordt uitgevoerd door:

a) een externe taxateur, hetzij een natuurlijke persoon, hetzij een rechtspersoon, die onafhankelijk is van de abi, de abi-beheerder en om het even welke andere persoon die nauw verbonden is met de abi of de abi-beheerder; of

b) de abi-beheerder zelf, op voorwaarde dat de waarderingstaak functioneel onafhankelijk is van het portefeuillebeheer en het beloningsbeleid, en mits andere maatregelen garanderen dat belangenconflicten en ongepaste beïnvloeding van de werknemers verhinderd worden.

De voor een abi benoemde bewaarder wordt niet aangesteld als extern taxateur voor deze abi, tenzij hij de verrichting van zijn bewaarfuncties functioneel en hiërarchisch heeft gescheiden van zijn taken als extern taxateur en de mogelijke belangenconflicten behoorlijk worden geïdentificeerd, beheerd, gecontroleerd en meegedeeld aan de beleggers in de abi. NL L 174/26 Publicatieblad van de Europese Unie 1.7.2011

5. Wanneer een externe taxateur de waardering uitvoert, moet de abi-beheerder kunnen aantonen:

a) dat de externe taxateur verplicht is zich in te schrijven in een wettelijk erkend beroepsregister of onderworpen is aan wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen of regels inzake beroepsmoraal; en

b) dat de externe taxateur over voldoende vakbekwaamheid beschikt om de waarderingstaken in kwestie daadwerkelijk te kunnen uitvoeren, in overeenstemming met de leden 1, 2 en 3; en

c) dat de aanstelling van de externe taxateur plaatsvindt in overeenstemming met de voorschriften in artikel 20, leden 1 en 2, en de uitvoeringsmaatregelen hiervoor in de vorm van gedelegeerde handelingen, vastgesteld overeenkomstig artikel 20, lid 7.

6. De aangestelde externe taxateur mag de waarderingstaken niet overdragen aan een derde.

7. De abi-beheerder brengt de aanstelling van de externe taxateur ter kennis van de bevoegde autoriteiten van zijn lidstaat van herkomst, die kunnen eisen dat een andere externe taxateur wordt aangesteld indien niet aan de voorwaarden van lid 5 wordt voldaan.

8. De waardering wordt op onpartijdige wijze en met de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid uitgevoerd.

9. Indien de waardering niet wordt uitgevoerd door een onafhankelijke externe taxateur, kunnen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de abi-beheerder eisen dat de abi-beheerder zijn waarderingsprocedures en/of waarderingen laat controleren door een externe taxateur of waar nodig een accountant.

10. De abi-beheerder is verantwoordelijk voor de accurate waardering van de abi-activa en voor de berekening en de publicatie van de intrinsieke waarde van de activa. Bijgevolg heeft het feit dat de abi-beheerder een externe taxateur heeft aangesteld, geen enkele invloed op de aansprakelijkheid van de abi-beheerder ten aanzien van de abi en de beleggers in de abi.

Ondanks de eerste alinea en ongeacht eventuele andersluidende contractuele afspraken, is de externe taxateur niettemin aansprakelijk jegens de abi-beheerder voor alle schade die de abi-beheerder ondervindt doordat de externe taxateur zijn taak met opzet of door nalatigheid niet uitvoert.

11. De Commissie stelt middels gedelegeerde handelingen overeenkomstig artikel 56 en onder de voorwaarden van de artikelen 57 en 58 maatregelen vast tot precisering van:

a) de criteria betreffende de procedures voor de accurate waardering van de activa en de berekening van de intrinsieke waarde van de activa per recht van deelneming of aandeel;

b) de vakbekwaamheid waarover de externe taxateur moet beschikken om de waarderingstaak daadwerkelijk uit te voeren;

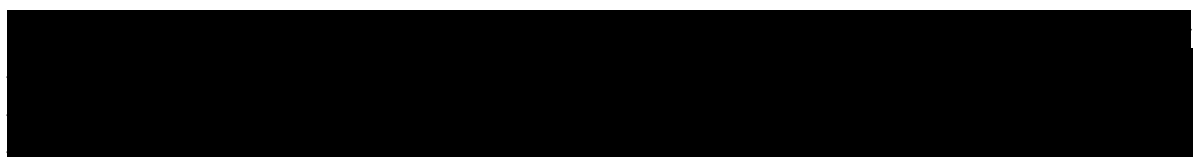
c) de passende frequentie waarmee abi's van het open-end-type waarderingen moeten verrichten, gelet op de door de abi gehouden activa en zijn uitgifte- en terugbetalingsbeleid.

AIFM-verordening

In artikel 18 AIFM-verordening is, voor zover relevant, bepaald:

1. Abi-beheerders betrachten een hoge mate van zorgvuldigheid bij het selecteren en continu bewaken van beleggingen.

2. Abi-beheerders zorgen ervoor dat zij voldoende kennis en begrip hebben van de activa waarin de abi heeft belegd.



In artikel 67, eerste lid en tweede lid, onderdeel a, AIFM-verordening is bepaald:

Gedraglijnen en procedures voor de waardering van de abi-activa

1. Voor elke door hen beheerde abi gaan abi-beheerders over tot de vaststelling, instandhouding, implementatie en evaluatie van schriftelijke gedraglijnen en procedures die een deugdelijk, transparant, alomvattend en naar behoren gedocumenteerd waarderingsproces garanderen. De gedraglijnen en procedures voor de waardering hebben betrekking op alle wezenlijke aspecten van het waarderingsproces en de waarderingsprocedures en -controles met betrekking tot de betrokken abi.

Onverminderd de vereisten uit hoofde van de nationale wetgeving en het reglement en de statuten van de abi, zorgt de abi-beheerder ervoor dat voor de door hem beheerde abi's getrouwe, passende en transparante waarderingsmethodieken worden toegepast. In de gedraglijnen voor de waardering wordt aangegeven welke waarderingsmethodieken moeten worden gebruikt voor elke activasoort waarin de abi overeenkomstig het toepasselijke nationale recht en het reglement en de statuten van de abi mag beleggen, en de procedures geven uitvoering aan deze waarderingsmethodieken. De abi-beheerder belegt pas voor het eerst in een bepaalde activasoort wanneer een passende waarderingsmethodiek of passende waarderingsmethodieken voor deze specifieke activasoort zijn vastgesteld.

De gedraglijnen en procedures tot vaststelling van de waarderingsmethodieken bevatten inputs, modellen en de criteria voor de selectie van de bronnen van prijsbepalings- en marktgegevens. Zij bepalen dat, telkens als zulks mogelijk en passend is, de prijzen van onafhankelijke bronnen afkomstig moeten zijn.

2. In de gedraglijnen voor de waardering worden de verplichtingen, taken en verantwoordelijkheden van alle bij het waarderingsproces betrokken partijen, met inbegrip van de directie van de abi-beheerder, vastgelegd. De procedures weerspiegelen de organisatiestructuur zoals deze in de gedraglijnen voor de waardering is beschreven.

De gedraglijnen en procedures voor de waardering hebben ten minste betrekking op het volgende:

a) de vakbekwaamheid en onafhankelijkheid van het personeel dat de waardering van de activa daadwerkelijk uitvoert;

In artikel 71, eerste lid, AIFM-verordening is bepaald:

Evaluatie van individuele activawaarden

1. Een abi-beheerder zorgt ervoor dat alle activa die de abi in portefeuille heeft, getrouw en adequaat zijn gewaardeerd. De abi-beheerder documenteert per activasoort op welke wijze de adequaatheid en getrouwheid van de individuele waarden worden getoetst. De abi-beheerder kan te allen tijde aantonen dat de portefeuilles van de door hem beheerde abi's accuraat zijn gewaardeerd.

2. In de gedraglijnen en procedures voor de waardering wordt een procedure vastgelegd voor de evaluatie van individuele activawaarden ingeval er een wezenlijk risico op een onjuiste waardering bestaat, zoals in de volgende gevallen:

a) de waardering is gebaseerd op prijzen die van slechts één tegenpartij of broker afkomstig zijn;
b) de waardering is gebaseerd op prijzen bij illiquide handel;



- c) de waardering wordt beïnvloed door met de abi-beheerder gelieerde partijen;*
- d) de waardering wordt beïnvloed door andere entiteiten die een financieel belang bij de prestatie van de abi kunnen hebben;*
- e) de waardering is gebaseerd op prijzen die afkomstig zijn van de tegenpartij die de initiator van een instrument is, met name wanneer de initiator ook de positie van de abi in het instrument financiert;*
- f) de waardering wordt door een of meer personen binnen de abi beïnvloed.*

Bijlage 2 – Relevante feiten en omstandigheden GFH Paraplufonds

De onderstaande feiten zijn grotendeels gebaseerd op informatie die verkregen is vanuit het E-mailonderzoek en het onderzoek naar het productontwikkelingsproces van TT. Daarnaast hebben de AFM en [REDACTED] ten behoeve van de uitoefening van hun toezichttaak informatie uitgewisseld. De informatie die de AFM van [REDACTED] heeft ontvangen heeft betrekking op entiteiten van de [A] die onder het toezicht van de [REDACTED] toezichthouder vallen, waaronder [F], [K] en [B]. Tevens heeft de AFM gebruikt gemaakt van openbare informatie, zoals informatie van de Kamer van Koophandel en websites van entiteiten van de [A]. Er is echter beperkt openbare informatie beschikbaar over het GFH Paraplufonds, haar subfondsen en haar beleggingen.

De AFM heeft zich beperkt tot het opnemen van die feiten en omstandigheden die relevant zijn voor dit voornemen.

1. Algemeen

Het GFH Paraplufonds is een alternatieve beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1:1 Wft juncto artikel 4 AIFM-richtlijn en met ingang van 18 december 2012 onder de vergunning van TT geregistreerd bij de AFM.

Het GFH Paraplufonds is opgezet volgens een zogenaamde paraplustructuur. Dat wil zeggen dat onder het fonds meerdere subfondsen hangen met een van elkaar afwijkende beleggingsstrategie. Het GFH Paraplufonds bestaat uit twee subfondsen: het GFH Europees Vastrentend Fonds (GFH EVF) en het GFH Europees Aandelen Fonds (GFH EAF). Elk fonds heeft een eigen beleggingsbeleid en risicoprofiel en kent een eigen intrinsieke waarde/Net Asset Value (NAV).

Het GFH Paraplufonds heeft een open eind karakter. Dit houdt in dat het GFH Paraplufonds, behoudens bijzondere omstandigheden, op regelmatige basis participaties inkoop dan wel uitgeeft. In het prospectus is hierover het volgende opgenomen:

“8.1. Open eind karakter

Het GFH Paraplufonds heeft ten aanzien van ieder Fonds een open eind karakter. Dit betekent dat het GFH Paraplufonds – behoudens bijzondere omstandigheden – op regelmatige basis bereid is Participaties toe te kennen en/of in te kopen. De frequentie van uitgifte en inkoop van Participaties en dus de Handelsdagen kunnen dus per Fonds verschillen. Ook kunnen de termijn tot indienen van het verzoek tot en/of kosten voor toekenning, switchen en/of inkoop verschillen. Behoudens bijzondere omstandigheden vindt toekenning tot inkoop of inkoop ten minste een (1) maal per jaar plaats.”¹²

¹² Zie Prospectus ‘Prospectus van het GFH Paraplufonds’ van december 2013, pagina 30. Het prospectus van het GFH Paraplufonds betreft openbaar beschikbare informatie.

In paragraaf 6.2 ‘*Risico*’s’, onder het kopje ‘*Verhandelbaarheids- of liquiditeitsrisico*’ wordt ingegaan op de risico’s rondom de verhandelbaarheid en liquiditeit van de participaties. “*Participaties kunnen in beginsel periodiek worden toegekend, geswitcht en ingekocht.[...] De Participant dient er echter rekening mee te houden dat geen zekerheid kan worden gegeven dat voor uitreding voldoende liquiditeiten in de Fondsen aanwezig zijn om alle aangeboden participaties in te kopen. Als gevolg van de periodieke verhandelbaarheid van de Participaties (alleen door inkoop op vastgestelde tijdstippen) kan uw belegging mogelijk alleen op een relatief ongunstig moment te gelde worden gemaakt. [...] Onder bijzondere omstandigheden kan de Beheerder genoodzaakt zijn om toekenning en inkoop (gedeeltelijk) op te schorten.*”¹³

Volgens het prospectus¹⁴ wordt de NAV op zeer regelmatige basis vastgesteld. Er staat: “*Per handelsdag zal door de Beheerder de NAV op grond van navolgende grondslagen voor waardering en resultaatbepaling worden vastgesteld. De NAV wordt in beginsel vastgesteld binnen 5 (vijf) Werkdagen na de valutadatum van de Handelsdag. Ten behoeve hiervan wordt de waarde van de activa – inclusief het saldo van baten en lasten over het reeks verstreken deel van het lopende boekjaar, verminderd de verplichtingen – gedeeld door het aantal uitstaande participaties.*”

In het prospectus staat het volgende vermeld over de waardering van het fonds:

“*Voor de waardering van de activa en de passiva en het resultaat van de Fondsen wordt uitgegaan van algemeen aanvaarde grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, waarbij in beginsel wordt uitgegaan van de waardering aan het einde van de betreffende Handelsdag waarop toekenning, inkoop en/of switchen kan plaatsvinden of een NAV wordt vastgesteld, en verder geldt dat*

- *op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit verhandelbare financiële instrumenten worden gewaardeerd tegen de meest recente slotkoers van de meest relevante markt;*
- *alle overige beleggingen in financiële instrumenten worden onder verantwoordelijkheid van de Beheerder, bij afwezigheid van een beurskoers, gewaardeerd op basis van in het maatschappelijk verkeer aanvaardbaar geachte waarderinggrondslagen, waarbij voor zover het financiële derivaten betreft deze waardering aan een onafhankelijke toetsing wordt onderworpen;*
- *de overige activa en passiva worden gewaardeerd tegen nominale waarde. Ook de opgelopen nog niet ontvangen rente en de vastgestelde nog niet ontvangen dividenden en de kosten die dagelijks ten laste van een Fonds worden gebracht, worden gewaardeerd tegen nominale waarde;*
- *waardeveranderingen op beleggingen worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het begin van de verslagperiode in mindering te brengen. De gemaakte kosten bij aankoop dan wel de te maken kosten bij verkoop worden geacht deel uit te maken van de aankoopwaarde respectievelijk de verkoopopbrengst. Gerealiseerde en onrealiseerde waardeveranderingen op beleggingen worden in de winst- en verliesrekening verantwoord;*

¹³ Zie Prospectus ‘*Prospectus van het GFH Paraplufonds*’ van december 2013, pagina 22.

¹⁴ Zie Prospectus ‘*Prospectus van het GFH Paraplufonds*’ van december 2013, pagina 35.

- *transacties in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers in de basisvaluta van een Fonds op transactiedatum. Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend tegen zgn. World Market koersen van de vorige Werkdag, de zogenaamde contante koers;*
- *termijntransacties in vreemde valuta worden eveneens omgerekend tegen de contante koers. Het verschil met de waarde tegen de termijnkoers wordt als onderdeel van de waardeverandering van beleggingen in het resultaat verantwoord;*
- *het resultaat wordt bepaald door de gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen op beleggingen over de verslagperiode, het gedeclareerd contant dividend en de interest over de verslagperiode te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen kosten;*
- *toegekende Participaties als loyaliteitspremie worden gedurende een termijn van maximaal tien (10) jaar ten laste van het respectievelijke Fondsvermogen gebracht.*"¹⁵

Het GFH EVF en het GFH EAF richten zich op particuliere en institutionele beleggers die met toepassing van het beginsel van risicospreiding collectief willen beleggen.¹⁶ In de praktijk blijkt het overgrote deel van het fonds (98%)¹⁷ te bestaan uit particuliere beleggers.

Sinds de oprichting van het GFH Paraplufonds is het beheerd fondsvermogen toegenomen naar meer dan € 100 miljoen. In onderstaande tabel wordt deze groei van het GFH Paraplufonds weergegeven. De overzichten uit december 2014 en december 2015 zijn gebaseerd op de informatie die TT moest aanleveren conform artikel 3(3)(d) en artikel 24(1) van de richtlijn 2011/61/EU. Het overzicht van 30 april 2016 is gebaseerd op het portefeuilleoverzicht dat TT aan de AFM heeft verstrekt.¹⁸

Tabel 2: Overzicht ontwikkeling fondsvermogen GFH Paraplufonds

	<i>December 2014</i>	<i>December 2015</i>	<i>30-04-2016</i>
GFH EAF	€ 13.689.536	€ 33.796.251	€ 38.028.084
GFH EVF	€ 26.037.152	€ 57.192.369	€ 63.042.920
Totaal beheerd vermogen GFH Paraplufonds	€ 39.726.688	€ 90.988.620	€ 101.071.004

2. Invulling portefeuille GFH EAF

Vanuit het GFH EAF wordt er, per 30 april 2016, belegd in verschillende Europese beursgenoteerde aandelen. Er wordt belegd in een dertigtal titels, in verschillende regio's en sectoren.

¹⁵ Zie Prospectus 'Prospectus van het GFH Paraplufonds' van december 2013, pagina 35.

¹⁶ Zie Prospectus 'Prospectus van het GFH Paraplufonds' van december 2013, pagina 12.

¹⁷ Gebaseerd op de informatie die TT moet aanleveren conform artikel 3(3)(d) en artikel 24(1) van de richtlijn 2011/61/EU.

¹⁸ Zie reactie 10 mei 2016 TT op het informatieverzoek van de AFM inzake het product en het productontwikkelingsproces van GFH Giro.

Per 30 april 2016 wordt ongeveer 21% van het GFH EAF fondsvermogen geïnvesteerd in aan [A] gelieerde partijen. Het gaat hier om een drietal beleggingen, namelijk de investeringen in het [K], het [V] en het [Y]. Bij twee van deze drie beleggingen gaat het om fondsen waarbij de onderliggende waarden van het fonds niet beursgenoteerd zijn, namelijk [K] en [V]. Hieronder geeft de AFM daarom een toelichting deze twee fondsen. Hierbij wordt ingegaan op de onderliggende waarden van het fonds, de waarderingen en liquiditeit van het fonds.

2.1 [K]

Algemeen

Per 30 april 2016 is de grootste belegging van het GFH EAF de belegging in [K] met ISIN code [REDACTED] ([K])¹⁹. Het [K] belegt in verschillende teakboomplantages in Costa Rica en geeft daartoe participaties uit aan particulieren. De belegging in het [K] heeft per 30 april 2016 blijkens de Fund Portfolio Analysis een waarde van ongeveer € 6.026.000 (ongeveer 16 % van het totale fondsvermogen van het GFH EAF). Het belang van het GFH EAF in [K] is hiermee, zowel in absolute als in relatieve zin, sterk gestegen ten opzicht van de portefeuille van 31 mei 2015. Op 31 mei 2015²⁰ bedroeg de investering van het GFH EAF in het [K] € 2.484.582 (ongeveer 11,7 % van het totale fondsvermogen van het GFH EAF). Het portefeuilleoverzicht van 30 april 2016 laat, onder de post ‘*Unrealised Gain/Loss*’, een nog niet gerealiseerde koerswinst zien van € 1.297.158²¹.

Naast deze directe beleggingen vanuit het GFH EAF in het [K] wordt er tevens indirect geïnvesteerd in het [K]. Dit gebeurt via het GFH EVF. Het GFH EVF belegt in de compartimenten 1, 2 en 4 van [I]. Vanuit deze compartimenten worden leningen verstrekt aan het [K] en zijn er participaties aangekocht (en verkocht) van het [K]. Een overzicht van de uitstaande leningen en aangekochte en verkochte participaties in de verschillende compartimenten van [I], is opgenomen in paragraaf 3.1.

Waardering [K]

Vanuit het [K] wordt er belegd in teakboomplantages in Costa Rica. De waardeontwikkeling van de participaties in [K] is daarmee afhankelijk van de ontwikkeling (groei en kwaliteit) van de teakboomplantages. De AFM heeft van de [REDACTED] het document ‘*Investment Memorandum, version 2 – February 17, 2014*’ inzake [K] ontvangen. In dit document wordt onder andere ingegaan op de wijze waarop de intrinsieke waarde van (de participaties van) het [K] wordt vastgesteld.

“5. Calculation of net asset value

5.1 Calculation principles

[...]

¹⁹ Zie Fund Portfolio Analysis GFH EAF, 4/30/2016, verkregen middels het onderzoek naar het productontwikkelingsproces.

²⁰ Zie Fund Portfolio Analysis GFH EAF, 5/31/2015, verkregen middels het E-mailonderzoek. Het document is als bijlage toegevoegd aan de e-mail van 3 juni 2015 van [6] aan [REDACTED].

²¹ Inclusief € 178.287 valutawinst.



As of the first Valuation Date in 2012, the Net Asset Value will be calculated once a year as at 15th of June or the immediately preceding Business Day which will be the Valuation Date in accordance with the Management Regulations.

[...]

As per the first Valuation Date all direct and indirect investments in Teakwood Assets will be valued at least once during each full fiscal year by the Investment Advisor [AFM: [X]] and/or one or several Independent Appraisers appointed by the Management Company and benefiting from specific experience in the valuation of investments in Teakwood Assets in accordance with independent valuation methodology. This valuation will take into account all incomes, liabilities, tax burdens and all obligations current or foreseen impacting the valuation of the Teakwood Assets. If the Management Company does not agree with the valuation given by the Investment Advisor and/or the Independent Appraisers, the Management Company at its own cost may request another valuation from a different Independent Appraiser.[...]

In addition, the Management Company may decide to undertake further valuations during the year to confirm the Net Asset Value of a particular investment at the time of acquisition, if any, and the whole portfolio may be valued at any time for the purposes of calculating the Net Asset Value.

Notwithstanding the above, the Fund may acquire a Teakwood Asset without obtaining an independent valuation from the Independent Appraisers prior to the acquisition. The investment strategy may indeed require the Fund to decide quickly in order to take advantage of market opportunities. In such circumstances, obtaining an independent valuation from the Independent Appraisers prior to the acquisition can prove practically impossible. An ex post independent valuation will however be required from the Independent Appraisers as quickly as possible after the acquisition. Such an ex post independent valuation will be the exception, not the rule. Moreover, if the ex post independent valuation carried out by the Independent Appraiser in connection with an individual property determines a price noticeably lower than the price paid or to be paid by the Fund, the Management Company will justify this difference in the next financial report.

Such valuation may be used throughout the six (6) months' period of any fiscal year, unless there is, in the opinion of the Management Company, a material change in the generic economic situation or in the condition of the relevant Teakwood Assets directly or indirectly owned by the Fund or Teakwood market which requires new valuations to be carried out under the same conditions as the previous semi-annual valuation.”

Uit deze passage van het ‘*Investment Memorandum*’ blijkt dat de intrinsieke waarde (of NAV) van participaties in het [K] ten minste één maal per jaar wordt vastgesteld, waarbij als peildatum 15 juni wordt gehanteerd. De waarde van de investeringen in de verschillende teakhoutplantages wordt (in principe) vastgesteld door de ‘*Investment Advisor*’ en/of meerdere ‘*Independent Appraisers*’, welke allen worden aangesteld door de beheerder. De waardering dient, zoals blijkt uit de in paragraaf 1.3.2 van onderhavig voorgenomen besluit aangehaalde wettelijke bepalingen, in overeenstemming met de onafhankelijke waarderingsmethodologie te geschieden. Uit de

'Directory' van het 'Investment Memorandum' blijkt dat [X]²², een aan de [A] gelieerde onderneming, als 'Investment Advisor' fungeert. Wanneer de beheerder zich niet kan vinden in de waardering, zoals uitgevoerd door de 'Investment Advisor' en/of meerdere 'Independent Appraisers', dan heeft de beheerder de mogelijkheid om een andere 'Independent Appraiser' de plantages te laten waarderen.

In het jaarverslag van het [K], over de periode 30 juni 2014 tot en met 30 juni 2015²³, wordt informatie gegeven ten aanzien van de wijze waarop de plantages zijn gewaardeerd.

"The valuation of the Teak has been performed by [X] and validated by [CC] ("[CC]"). [CC] is fully independent of the Fund; related companies such as [F], [REDACTED] and [X]. and acts only as an external validator.

Annually tree (3) dimensions (height and diameter at breast height; DBH) are being measured. A model is used to estimate (i) the current standing volume, (ii) the tree sizes and (iii) the growth. This model is not only based on previous models (Wolff von Wülfing, 1932), but has also integrated the measured field data, which are collected over the years of the plantations owned by [K]. This results in a model that is more specifically adapted to the [K] stands.

Starting in 2014, line inventories of the plantations complement the collection of stand characteristics collected in PSP (Permanent Sample Plots). By using both methods, the in depth knowledge of the [K] stands improved substantially, resulting in a classification of growth categories. For the purpose of yield projections, plantations in the same growth category are being grouped together. The classification helps [F] to maximize the valuation and yield of the plantations by implementing optimized maintenance, thinning and harvesting.

In performing the valuation of the Teakwood Assets, there are various assumptions involved. The main assumptions applied as of 30 June 2015 relates to the determination of Wood sale price diversification in Low Quality/thinning and High Quality/harvest wood (Revenue), Growth class of the plantations and the Discount rate applied to calculate the present value of the plantations. Any upward/downward movement in these assumptions used in the valuation of the Teakwood Assets may have a significant effect on the valuation."

Uit het jaarverslag van het [K] blijkt dat de waardering van de plantages is uitgevoerd door [X] en gevalideerd door [CC]. Op basis van een model wordt een inschatting gemaakt van de (i) huidige houtopstand, (ii) de grootte van de bomen en (iii) de groei. Bij het uitvoeren van de waardering van de plantages, wordt er gebruik gemaakt van verschillende aannames. De belangrijkste aannames waarmee in verband met de waardering mee wordt gerekend hebben betrekking op de opbrengst van de houtopstand, de groei klasse van de plantage en de

²² [X] ([X]) is een gespecialiseerd plantage-advieskantoor met een team Latijns- Amerikaanse bosbouwexperts. [REDACTED] is een geregistreerde handelsnaam voor de [X]. [REDACTED] houdt zich zowel bezig met het adviseren over plantage beheer, als met de uitvoering van alle activiteiten die verband houden met het beheer en de waarderingen van de plantages. Informatie beschikbaar op de website van het [K], [REDACTED]

²³ Zie 'Annual report and Audited Financial Statements' van het [K] over de periode 30 juni 2014 tot en met 30 juni 2015, zoals verkregen van het [REDACTED].

discontovoet die wordt toegepast op de contante waarde van de plantages. Uit de ‘*sensitivity analysis*’, zoals opgenomen in het eerdergenoemde jaarverslag van het [K], blijkt dat een afwijking van de aannames waarmee wordt gerekend, een grote impact kan hebben op de totale waardering van de plantages.

“*Teakwood Assets valuation Sensitivity Analysis using 2015 Discounting curve:*

	<i>Wood Price - Worst case</i>	<i>Wood price - Normal case</i>	<i>Wood price - Best case</i>
[K] Teak assets DCF 2015			

Teakwood Assets valuation Sensitivity Analysis using discount curve +1% annually:

	<i>Wood Price - Worst case</i>	<i>Wood price - Normal case</i>	<i>Wood price - Best case</i>
[K] Teak assets DCF 2011 +1% discounting annually”			

Zoals weergegeven in paragraaf 3.1, heeft [I] vanuit haar compartimenten 1, 2 en 4 participaties [K] gekocht (en verkocht). In de ‘*Notes to the annual accounts*’²⁴ wordt het volgende over deze investeringen aangegeven:

“[K] created a diversified portfolio of mainly Teakwood trees (*Tectonagrandis* Linn.f. (“Teak”), in Costa Rica and to provide the unitholders of the [K] with the economical proceeds of the Teak cultivated in Costa Rica on come well-defined plantations. The valuation of the Teak has been verified and validated by [CC] (“[CC]”). [CC] is a fully independent external validator and verification agent”.

Het jaarverslag van [I] over de periode 2 augustus 2013 tot en met 31 december 2014 bevat tevens een accountantsverklaring²⁵ welke op is getekend door de accountant van [I], van . Ten aanzien van de waardering van de [K] beleggingen geeft de accountant het volgende aan:

“As indicated in Note 5 ‘Transferable securities’ as of 31 December 2014 [I] owns shares in [K] (“[K]”) for a total amount of EUR . Without qualifying our opinion on this matter, we bring your attention on the fact that the Réviseur d’entreprises agréé has issued unqualified opinions on the financial statements of [K] for the year ending 30 June 2014 and 30 June 2015 but in his opinions he drew attention to the valuation method applicable to teakwood assets representing more than 100% of the net asset value of [K] as of 30 June 2014 and 30 June 2015. These notes disclose that the carrying value of the investment portfolio has been determined by the Board of Directors of [K] based on financial models internally developed, in the absence of readily ascertainable

²⁴ Zie ‘[I]. – 31 December 2014, Notes to the annual accounts’, zoals verkregen via het online

[I] heeft op het geconsolideerde jaarverslag over de periode 2 augustus 2013 tot en met 31 december 2014 gedeponoerd. Er is geen jaarverslag beschikbaar over de periode na 31 december 2014.

²⁵ Zie ‘Report of reviseur d’entreprises agréé’ d.d. ,

market values and has been reviewed by an independent expert in the Forestry industry. The valuation is based on the assumption that the plantations will be kept by [K] until its maturity and harvest will be done in accordance with the plan as built into the valuation model. The note related to these investments shows in particular the degree of sensitivity of their carrying value to the main assumptions used in the model such prices at which the teakwood could be sold, the discount factor and for the new plantations, the growth expectations. Considering the judgmental aspects of the assumptions and estimates as well as the variability of the market assumptions over the years used in the model, the carrying value retained for the investment portfolio may differ significantly from the value that would be actually realized if a ready market existed for the investment portfolio.”

Uit de verklaring van de accountant blijkt dat de intrinsieke waarde van de participaties [K] wordt vastgesteld door de Raad van Bestuur van [K] en wordt gebaseerd op intern ontwikkelde financiële modellen. Deze waarde wordt beoordeeld door een onafhankelijke bosbouwdeskundige. De accountant stelt dat, gezien het subjectieve karakter van de aannames en schattingen en de variabiliteit over de jaren van de markt aannames zoals gebruikt in het model, de intrinsieke waarde van het [K] mogelijk aanzienlijk kan verschillen van de waarde die daadwerkelijk zou worden gerealiseerd als er een markt bestond voor participaties in het [K].

Daarnaast wordt er in de ‘[I] – 31 December 2014, Notes to the annual accounts’ het volgende aangegeven ten aanzien van een ‘in kind’ transactie van [K] participaties in 2014:

“On 24th august 2014, the Company recognised under Compartment 4 a financial income of EUR [REDACTED] when the portfolio received an “in kind” transaction of [K] units. The investors in Compartment 4 already owned the assets before Compartment 4 had been created. There were able to place their [K] Units at a lower value than the published NAV of [K] as prior sellers of the Units agreed upon a lower sales price on the secondary market with investors thus realizing a liquidity opportunity.”

Uit deze passage blijkt dat er partijen zijn die hun participaties in het [K] hebben verkocht aan derden. Echter, deze verkopen zijn tot stand gekomen tegen een lagere prijs dan de gepubliceerde intrinsieke waarde van de [K] participaties.

In datzelfde jaar zijn er beleggers uitgestapt tegen een onjuiste intrinsieke waarde. Hierover is het onderstaande opgenomen in de jaarrekening van [F]²⁶ over het boekjaar 2014/2015:

*“The company [AFM: [F]] has recorded a payable amount of EUR [REDACTED] due to an overpayment of redemptions made by [K] based on an unaudited Net Asset Value of [K] (“NAV”) which was corrected subsequent to the 2014 year end audit.
The Company decided to compensate [K] for the overpayment resulting from an audited NAV”*

Uit deze passage blijkt dat het [K] in 2014 participaties heeft ingekocht van participanten tegen een onjuiste NAV. Daarbij heeft het [K] een te hoog bedrag uitgekeerd aan de uittreedende participanten. Het is de AFM niet duidelijk

²⁶ Zie ‘[F] – June 20, 2015, Notes to the annual accounts’, zoals verkregen via het online ‘[REDACTED]’.



waarom er een verkeerde NAV is afgegeven door het [K]. [F] heeft het [K] gecompenseerd voor het totale bedrag dat te veel is uitgekeerd aan uittredende beleggers. Het openstaande bedrag, ter grootte van € 159.696, is als lening opgenomen op de balans van [F] als post ‘payable to [K]’.

Liquiditeit [K]

In paragraaf 4.4 van het ‘*Investment Memorandum*’ wordt ingegaan op de inkoop van participaties [K].

“4.4 Redemption of Units

4.4.1 General

[...]

4.4.2 Procedure

Application for redemption must be made in writing to and received by the Administrative Agent at least one (1) month prior to the relevant Valuation Date. Investors whose applications for redemption are received by the Administrative Agent timely will have their Units redeemed at a price corresponding to the Net Asset Value per Unit as of the relevant Valuation Date minus a redemption fee, if applicable. The redemption price may, depending on the Net Asset Value per Unit applicable on the date of redemption, be higher or lower than the price paid (in kind) at the time of subscription.

Instructions for redemption should contain the following information (if applicable): the identity, address and register number of the Unitholder requesting the redemption, the number of Units or amount to be redeemed, the name in which such Units are registered.

Redemption requests must be accompanied by a document evidencing authority to act on behalf of such Unitholder or power of attorney, which is acceptable in form and substance to the Management Company. Redemption requests made in accordance with the foregoing procedure shall be irrevocable, except that a Unitholder may revoke such request in the event that it cannot be honored for any of the reasons specified in the Information Memorandum.”

Uit deze passages blijkt dat participanten minimaal een maand voor de datum waarop de waardering plaatsvindt (‘*Valuation Date*’) een inkoopverzoek kunnen doen bij de ‘*Administrative Agent*’.

Uit het ‘*Investment Memorandum*’, paragraaf 4.4.3 ‘*Restrictions and fees*’ blijkt dat er beperkingen verbonden zijn aan deze inkoop van participaties vanuit het [K]. Er staat:

“Due to the illiquidity related to the (Teakwood) Assets, the Management Company may, at its own discretion while taking into account the limitations as set in the Information Memorandum, limit redemption requests at any Valuation Date.

[...]

If on any Valuation Date in 2015 and 2016 redemption requests relate to more than five (5) per cent of the Units in issue, the Management Company may, at its own discretion, reduce all redemption requests pro rata so that

only seven point five (7.5) per cent of the Units in issue is redeemed. Any unfulfilled request will be deemed withdrawn.

If on any Valuation Date as from 2017 redemption requests relate to more than five (5) per cent of the Units in issue, the Management Company may, at its own discretion, reduce all redemption requests pro rata so that only ten (10) per cent of the Units in issue is redeemed. Any unfulfilled request will be deemed withdrawn.”

In 2016 is de inkoop van participaties [K] beperkt tot 7,5% van het totaal aan uitstaande participaties. In 2017 is de inkoop van participaties gemaximeerd op 10% van het totaal aan uitstaande participaties.

Uit het ‘*Investment Memorandum*’ blijkt dat de beheerder van [K] de in- en verkoop van participaties in [K] en de intrinsieke waardebeoordeling kan opschorten. De situaties waarbij opschorting van de in- en verkoop van participaties is toegestaan, zijn beschreven in paragraaf 5.2 van het ‘*Investment Memorandum*’:

*“5.2 Suspension of the calculation of the Net Asset Value and the issue and redemption of units
The Administrative Agent, upon instruction from the Management Company, is authorized to suspend the calculation of the NAV and/or the issue and/or the redemption of Units, if authorized, in the following cases:*

- (a) as a result of political, economic, military or monetary events or any circumstances outside the control, responsibility and power of the Management Company disposal of the assets is not reasonably practicable without being seriously detrimental to the Unitholder's interests;*
- (b) it is not reasonably practicable to determine the NAV on an accurate and timely basis;*
- (c) as a result of exchange restrictions or other restrictions affecting the transfer of funds, transactions are rendered impracticable or purchases and sales of the assets cannot be effected at normal rates of exchange;*
- (d) during any breakdown in the means of communication normally employed in determining the price or value of any Fund position in any commodity market or when for any other reason the prices or values of any investments owned by the Fund cannot be reasonably or promptly ascertained;*
- (e) during any period in which the transfer of funds involved in the realization or acquisition of any investments by the Fund cannot be effected at normal rates of exchange;*
- (f) when there exists in the opinion of the Management Company a state of affairs where disposal of the Assets would not be reasonably practicable;*
- (g) if the Administrative Agent reasonably deems it necessary to do so to comply with anti-money laundering and other similar laws and regulations applicable to the Fund, the Depositary, the Investment Advisor(s), the Administrative Agent and their affiliates, subsidiaries or associates or any of the Fund's other Service Providers;*
- (h) for any period during which the redemption of Units, if authorized, would cause a breach or default under any covenant in any agreement entered into by the Fund for financial accommodation or cash management. Purposes; and*
- (i) a decision is made to liquidate and dissolve the Fund.*

Where possible all reasonable steps will be taken to bring any period of suspension to an end as soon as possible.

Any suspension of redemptions, if applicable, or determination of NAV, as the case may be, shall take effect at such time as the Management Company shall declare and, thereafter, there shall be no redemptions or determination of Net Asset Value, as the case may be, until the Management Company shall declare any such suspension to be at an end. All Unitholders will be notified immediately by the Administrative Agent of any suspension of redemptions, if applicable, or determination of the NAV or of any reinstatement following a suspension thereof and all reasonable steps will be taken to bring any suspension to an end as soon as possible.”

Uit het bovenstaande blijkt dat de berekening van de intrinsieke waarde, en daarmee de in- en verkoop van participaties van het [K], in een aantal specifieke gevallen kan worden opgeschort, onder andere wanneer het redelijkerwijs niet uitvoerbaar is om de intrinsieke waarde op een accurate en tijdige basis vast te stellen en wanneer een beslissing wordt genomen tot liquidatie en ontbinding van het fonds.

Op 16 maart 2015 heeft [2] een e-mail verstuurd aan [REDACTED] met als titel ‘[K] liquiditeit’²⁷. In deze e-mail gaat [2] in op de liquiditeitsproblemen bij [K].

“Heren,

Zoals al eerder aangegeven is liquiditeitspositie van [K] niet best.

In het overzicht kun je zien wat er betaald is met de USD 2 mio die in January ontvangen is van [REDACTED]

Grootste uitgaven waren:

- [REDACTED] USD 386k
- [F] USD 600k (jan en feb fee)
- [X] USD 234k
- [I] interest EUR 235k (USD 260k)
- [REDACTED] commissie USD 39k

Wat kunnen we aan inkomsten verwachten:

- [REDACTED] was vorige maand al verwacht maar schijnt toch weer langer te duren voor dat het binnenkomt → USD 150k
- Thinning inkomsten worden → usd 200k

Verder zijn we bezig met de mogelijke verkoop van plantages:

- [REDACTED] → ca Usd 3 mio
- [REDACTED] → usd 15mio netto

²⁷ E-mail verkregen door middel van het E-mailonderzoek.

Naar verwachting zal dat in maart nog niet zijn beslag krijgen.

Mijn inziens zouden we ter overbrugging een lening van euro 400k op moeten nemen bij [I] die dan wordt afgelost als we plantages verkopen.”

Op 29 april 2015 geeft [2] per e-mail met als titel ‘[K] funding’ aan dat [K] € 400.000 nodig heeft om facturen en fees te betalen²⁸.

“Heren,

*[K] heeft op 25 Maart EUR 300k lening verkregen onder de bestaande faciliteit van [I] CO.
Dit bedrag is gebruikt voor [] euro 70k, [X] euro 90k, [I] interest 81k, [], [] etc rest bedragen.
Dit bedrag zou voldoende geweest zijn als [] (USD 150k) op tijd zou betalen en de dunningen in April zouden aanvangen (ca. USD [] ontvangsten voor [K]).
Dat is toen ook expliciet aangegeven.*

Het [] bedrag wordt nu opgeknipt door []; USD 30k wordt in juni betaald en de resterende USD 120k betreffende [] in augustus omdat men nog wacht op enige additionele documenten.

De dunningen vangen nu pas in mei aan en we starten met de plantages van [] ([]) omdat daar het meest te halen is.

Vervolgens wordt [] van [] gedunt.

Totale omzet ca. USD []

Kapkosten USD [] inclusief 30% marge [X].

Netto opbrengst [K] USD []

De nieuwe aanvraag ad EUR 400k wordt aangewend voor:

[X] ca. USD 120k) reguliere facturen voor onderhoud etc.

Service providers zoals [] (3" tranche) USD []) reguliere facturen

[F] man fee USD []

Er zijn geen achterstanden met het betalen van service providers van [K] en zoals zojuist met [7] en [6] besproken is dan de management fee betaling aan [F] mogelijk.

Dus mijn concrete vraag....kan ik de betaling van Euro 400k van [I] naar [K] regelen”

Uit de bovenstaande e-mails blijkt dat het [K] in ieder geval ten tijde van de mailcorrespondentie en de verstrekking van de bovenstaande leningen door compartiment 1 van [I] met liquiditeitsproblemen kampte. Deze

²⁸ De e-mail van 29 april 2015 met als titel ‘[K] funding’ is verstuurd aan ‘[]’. E-mail verkregen door middel van het E-mailonderzoek.

problemen worden onder andere (tijdelijk) opgelost door middel van leningen die worden verstrekt vanuit compartiment 1 van [I]. Een overzicht van de uitstaande leningen aan het [K] vanuit compartiment 1 van [I] is opgenomen in paragraaf 3.1.

2.2 [V]

Vanuit het GFH EAF wordt er per 30 april 2016 voor een bedrag van € 1.374.055 geïnvesteerd in het [V] ([V])²⁹, met ISIN code [REDACTED] (ongeveer 3,6% van het fondsvermogen van het GFH EAF). [V] is een beleggingsfonds ([REDACTED]), opgericht in 2006 en gevestigd in [REDACTED]. Het algemene beleggingsdoel van [V] is het bereiken van vermogenstoename en groei op lange termijn door beleggingen in Amerikaanse Life Settlements of zogenaamde ‘*Traded Life Policies*’³⁰. Ten opzichte van de portefeuille van 31 mei 2015, is het aantal participaties [V] in het GFH EAF gelijk gebleven (8.130)³¹. Tegelijkertijd is de waarde van de belegging in [V] gedaald van € 1.410.968 op 31 mei 2015 naar € 1.374.055 op 30 april 2016. Uit de Fund Portfolio Analysis van 30 april 2016 blijkt een ‘*Unrealised Gain/Loss*’ van € 356.055.³²

Waardering [V]

[V] hanteert verschillende shareclasses (B, C en I) en valuta (EUR, GBP, JPY en USD). Op de website van [V] wordt een overzicht gegeven van de intrinsieke waarde (IW) van de verschillende shareclasses.

Ten aanzien van deze waardering wordt op de website van het [V]³³ het volgende aangegeven: “*Since [REDACTED], the NAV is estimated as a result of suspension of NAV subscriptions and redemptions. These are non-official NAV estimations and are only provided for information purposes. [B] does not accept any liability as a result of publishing these estimates.*”

De in- en verkoop van participaties in [V] is sinds [REDACTED] gestaakt. Hierdoor is het niet mogelijk om de intrinsieke waarde vast te stellen. Per [REDACTED] wordt er daarom op de website van [V] een onofficiële schatting van de intrinsieke waarde van het fonds weergegeven. [B] accepteert geen aansprakelijkheid voor wat betreft de betrouwbaarheid van deze intrinsieke waarde. De meest recente intrinsieke waarde van de verschillende shareclasses van [V] die is gepubliceerd op de website van [V] dateert van maart 2015. De IW van shareclass B waarin vanuit het GFH EAF wordt belegd, is in maart 2015 vastgesteld op €173,54.

²⁹ Gebaseerd op de Fund Portfolio Analysis GFH EAF van 30 april 2016, verkregen middels onderzoek naar het productontwikkelingsproces.

³⁰ Openbare informatie op de website van [V], [REDACTED].

³¹ Dit hangt samen met het feit dat de in- en verkoop van participaties in [V] sinds oktober 2014 is gestaakt.

³² Gebaseerd op de Fund Portfolio Analysis GFH EAF van 31 mei 2015 en 30 april 2016, verkregen respectievelijk middels het E-mailonderzoek en het onderzoek naar het productontwikkelingsproces. Het de Fund Portfolio Analysis GFH EAF van 31 mei 2015 was als bijlage toegevoegd aan de mail van [REDACTED] van [REDACTED], de administrateur van het fonds, aan [REDACTED] van de [A].

³³ Zie [REDACTED]

Liquiditeit [V]

Op [REDACTED] heeft de beheerder van [V], [B], de participanten van [V] per brief met onderwerp ‘Suspension’ geïnformeerd over de opschorting van de in- en verkoop van participaties [V]. Deze brief is gepubliceerd op de website van [V].

“We herewith notify you of the suspension of the redemption of units issued by [V] due to an overwhelming amount of redemption requests (more than 30% of the outstanding units of [V]) over the past months and a pending litigation in relation to the benefits of US\$ [REDACTED] that are to be received under a life insurance policy that matured on February 10, 2014. In addition, we notify you that the establishment of the NAV, subscriptions and conversions of units issued by [V] have also been suspended. Estimated NAVs will be produced for information purposes.

Please be informed that [V] has sufficient liquidity to manage its short and mid term day-to-day operations. As regards the execution of redemption proceeds alternative ways are being explored and will be implemented to create sufficient means to cover these requests and at the same time provide for a solution for the future continuity of [V] and the equal treatment of the redeeming and non redeeming unitholders.

We envisage being able to lift the suspension based on the current redemption requests within the next 11 months. This means in case you have requested for redemptions, [V] is currently not in the position to make any payment to you, but we foresee to be able to provide for the payment of the current outstanding redemption requests within that timeframe.

The redeeming unitholders to which a compensation was granted by means of statutory interest shall, in addition and/or deviation of previous communications, be compensated by [B] for the period as of the respective payment date related to the redemption valuation date up till the date when the redemptions are being paid out.”

Uit deze brief blijkt dat de beheerder van [V] de in- en verkoop van participaties heeft opgeschort in verband met een overweldigende hoeveelheid inkoopverzoeken (meer dan 30% van de uitstaande participaties van [V]) en een hangend geschil met betrekking tot de uitkering van een levensverzekering/levensverzekeringen met een waarde van [REDACTED].

De beheerder van [V] informeert haar participanten periodiek over de status van de opschorting van het fonds. De laatste communicatie dateert van [REDACTED]. Op [REDACTED] heeft de beheerder van [V] de participanten van [V] per brief met onderwerp ‘Update on developments of [V]’ geïnformeerd over de status van de opschorting. Deze brief is gepubliceerd op de website van [V].

“Please be informed that [V] is currently not yet in a position to facilitate the redemption requests made in full or partial. [V] is still exploring a variety of scenarios to solve this issue, in order to provide longer-term liquidity to [V]. Therefore, [V] is engaged in discussions at an advanced stage with other parties to explore potential

solutions. We are, however, not able to present a detailed scenario for your consideration yet. As soon as we have new information available, we will provide you with an update.

With regards to the pending litigation in relation to the benefits of USD [REDACTED], we inform you that still two parties claiming these benefits. Our legal advisor in the United States of America is still expecting the respective courts to reach their decisions regarding the first USD [REDACTED] before the end of this year. A claim with regards to the other USD [REDACTED] may take some additional time.”

Uit deze brief blijkt dat de in- en verkoop van de participaties [V] op [REDACTED] nog steeds was opgeschort.

3. Investeringsportefeuille GFH EVF

De portefeuille van GFH EVF bestaat per 30 april 2016 voor ongeveer 50% uit Europese bedrijfsobligaties, verdeeld over verschillende sectoren. Daarnaast bevat de portefeuille beleggingen in verschillende Europese organisaties, zoals de [REDACTED] en de [REDACTED].

Ongeveer 40% van het fondsvermogen bestaat uit investeringen in staatsobligaties van Europese landen, waaronder staatsobligaties uitgegeven door Nederland, Duitsland, Ierland en Roemenië.

De portefeuille van GFH EVF bestaat per 30 april 2016 voor ongeveer 24% uit beleggingen in aan de [A] gelieerde entiteiten. Dit betreft beleggingen in door ‘compartments’ (compartimenten) van [I] uitgegeven obligatieleningen en beleggingen in [P].³⁴

3.1 [I]

[I] is een door de [A] in 2013 opgerichte [REDACTED] onderneming, die verschillende vehicles (compartimenten) opricht met als doel het securitiseren van risico's. Deze compartimenten lijken juridisch gescheiden entiteiten te zijn: “*Each compartment shall be treated as a separate legal entity when considering the rights and obligations of the debt holders of any specific collateralized debt transaction issued by the company*”³⁵.

Tot op heden heeft [I] vijf van dergelijke compartimenten opgericht. Vanuit deze compartimenten worden er obligaties uitgegeven. Een compartiment bestaat overigens uit verschillende series. Deze series hebben geen andere juridische status maar zijn gebaseerd op de verschillende uitgiftedata van de obligatieleningen. De obligatieleningen zijn zowel leningen waarbij tussentijds geen rente wordt uitgekeerd (zero coupon bonds) als obligaties waarbij over het nominale bedrag periodiek een vaste rente wordt uitgekeerd.

³⁴ Gebaseerd op de Fund Portfolio Analysis GFH EVF van 30 april 2016, verkregen via het onderzoek naar het productontwikkelingsproces.

³⁵ Bron: [I] – 31 December 2014 – ‘Notes to the annual accounts’

Het geld dat de verschillende compartimenten van [I] verkrijgen met de uitgifte van obligaties wordt vervolgens grotendeels geïnvesteerd in verschillende aan de [A] gelieerde partijen.

De openbaar beschikbare informatie over de investeringen vanuit de verschillende compartimenten is beperkt. Op de website van [I] staat per 25 oktober 2016 het volgende:

Tabel 3: Overzicht van compartimenten [I] conform website

Compartiment	Inhoud	Bedrag	
C-1	[I] is the issuer of unsecured bonds. The issuer may securitize the risks related to investments in: <ol style="list-style-type: none"> 1) Collective investment schemes managed within [A]; 2) Secured or unsecured short term debt instruments; 3) Traded US life insurance policies; 4) Open-end UCIs that invest mainly in the aforementioned instruments mentioned under (2) and/or (3) 5) Liquid securities, deposits, cash balances, including liabilities related to hedging arrangements. 	Serie I Bonds – 7 year term, 5.25% annual coupon 15/7/2014	Total issued amount: more than EUR 6,900,000
		Serie II Bonds – 7 year term, 7.375% annual coupon 13/7/2015	Total issued amount: EUR 4,375,000
		Serie III Bonds - 7 year term, 7.375% annual coupon 19/2/2016	Total issued amount: EUR 3,000,000
C-2	[I] is the issuer of unsecured bonds. The issuer may securitize the risks related to investments in [K]	Serie I Bonds – 5 year term	Total issued amount: USD 1,000,000
		Serie II Bonds – 7 year term	Total issued amount: USD 3,000,000
		Serie III Bonds - 5 year term	Total issued amount: USD 1,500,000
C-3	The issuer may securitize the risks related to investments mainly in: <ol style="list-style-type: none"> 1. Debt and equity-related investments in public and private companies, including indirect, transferable loans originated by third parties; and 2. liquid securities, deposits, cash balances, including liabilities related to hedging arrangements. 	Serie I Certificates – 10 year term, listed at the third market of the Vienna stock exchange 15/10/2014	total issued amount of approximately EUR 4,750,000
C-4	The issuer may securitize the risks related to investments in units issued by or loans granted to [K].	Serie I certificates – 10 year term, listed at the	Total issued amount: EUR 2,375,000

		third market of the Vienna stock exchange	
C-5	The issuer may securitize the risks related to investments mainly in direct or indirect via a SPV investments in secured or unsecured debt or debt-related investments in public and private companies, including indirect, transferable loans originated by third parties.	Serie I Bonds – 5 year term, 6.125% annual coupon 18/3/2016	Total issued amount: EUR 3,000,000
		Serie II Bonds – 4 year term, 7% annual coupon	Total issued amount: EUR 1,000,000

Per 30 april 2016 wordt ongeveer 22% van het fondsvermogen van GFH EVF belegd in compartimenten van [I]. Vanuit het GFH EVF wordt per 30 april 2016 belegd in compartiment 1 (serie 1, 2 en 3), compartiment 2 (serie 1 en 2) en compartiment 4 (serie 1).

In onderstaand overzicht staat onder ‘*Bedrag Base Value*’ voor welk bedrag er vanuit het GFH EVF wordt geïnvesteerd in elk compartiment. Onder ‘*% van uitgegeven serie*’ staat hoeveel % dit is van het totale bedrag dat is geïnvesteerd in het compartiment. De AFM heeft geen inzicht in vanuit welke entiteiten de overige investeringen worden gedaan.

Tabel 4: Overzicht investeringen EVF in [I]³⁶

Compartiment en serie	Coupon	Bedrag Base Tax Cost (initiële investering)	Bedrag Base Value	Aankoopdatum	% van uitgegeven serie (op basis van initiële investering)
C1 S1	5,25 %	€ 2.658.057,92	€ 2.754.662,27	Meerdere aankoopdata	38,5%
C1 S2	7,375 %	€ 4.375.000,00	€ 4.496.388,75	Meerdere aankoopdata	100%
C1 S3	7,375 %	€ 3.000.000,00	€ 3.199.020,00	Meerdere aankoopdata	100%
C2 S1	0 %	€ 615.131,05	€ 744.496,83	12 november 2014	61,5%
C2 S2	0 %	€ 1.887.164,10	€ 1.991.918,98	Meerdere aankoopdata	62,9%
C4 S1	0 %	€ 520.442,64	€ 640.004,03	16 december 2015	21,9%
Totaal		€ 13.055.795,71	€ 13.826.490,36		

Waardering [I]

Een aantal van de series en compartimenten waarin vanuit het GFH EVF in wordt belegd zijn genoteerd op de Drieter Markt van Wenen. Op de Drieter Markt wordt echter geen prijs afgegeven voor deze compartimenten. Daarnaast wordt er, in ieder geval bij de financiële data vendors Thomson Reuters en Bloomberg geen handelsvolume weergegeven. In Tabel 5 zijn de series weergegeven die zijn genoteerd aan de Drieter Markt van Wenen.

³⁶ Overzicht opgesteld op basis van informatie van de website van [I] en het portefeuilleoverzicht van het GFH Paraplufonds, d.d. 30 april 2016.

Tabel 5: geregisteerde series van [I] op de Dritter Markt van Wenen³⁷

Name	Coupon	Maturity	Outstanding Amount	ISIN	Maturity Type	Country	Currency	Ask Price	Source	Collateral Type	Announce
[I]	0	12/31/2024	500000	[REDACTED]	AM	LU	EUR	#N/A N/A	BGN	PASS THRU CERTS	6/27/2014
[I]	7,375	9/21/2018	3000000	[REDACTED]	AM	LU	EUR	#N/A N/A	BGN	SR UNSECURED	9/21/2015
[I]	7,375	9/24/2021	6250000	[REDACTED]	AM	LU	EUR	#N/A N/A	BGN	UNSECURED	9/24/2014
[I]	5,25	7/1/2020	20000000	[REDACTED]	AM	LU	EUR	#N/A N/A	BGN	UNSECURED	8/26/2013
[I]	0	3/6/2022	3000000	[REDACTED]	C	LU	USD	#N/A N/A	BGN	SECURED	3/6/2015
[I]	7	7/21/2020	0	[REDACTED]	AM	LU	EUR	#N/A N/A	BGN	UNSECURED	7/20/2016
[I]	0	11/12/2019	1600000	[REDACTED]	C	LU	USD	#N/A N/A	BGN	SECURED	11/12/2014

AM: At maturity

C: Callable

Vanuit het E-mailonderzoek en de jaarrekeningen van [I] heeft de AFM deels inzicht gekregen in de investeringen die worden gedaan vanuit de verschillende compartimenten. Deze worden hieronder per compartiment weergegeven. De AFM richt zich hierbij alleen op die compartimenten waar vanuit het GFH EVF in belegd wordt. In de geconsolideerde jaarrekening wordt ten aanzien van de kans dat de uitstaande leningen worden terugbetaald het volgende door de accountant³⁸ opgemerkt:

“The company has debtors amounting to KEUR 12,401 [AFM: miljoen Euro]. We were unable to obtain sufficient appropriate audit evidence with respect to the recoverability of a portion of the outstanding loans in the amount of KEUR 7,1642 [AFM: miljoen Euro]. As a result, we were unable to determine whether adjustments might have been necessary in respect of the carrying value of these loans as of 31 December 2014.”

Compartiment 1

In het onderstaand overzicht worden de leningen weergegeven die verstrekt per 31 maart 2015 vanuit compartiment 1.

³⁷ Data van financiële data vendors Thomson Reuters en Bloomberg.

³⁸ Zie ‘Report of reviseur d’entreprises agree’ d.d. [REDACTED] van [REDACTED] van [REDACTED], verkregen via het [REDACTED].

Tabel 6. Investerings vanuit Compartiment 1 per 31/03/2015 op basis van 'interest receivables/payables as of 31/03/2015'³⁹.

<i>Lening verstrekt aan</i>	<i>Bedrag</i>	<i>Startdatum lening</i>	<i>Einddatum lening</i>	<i>rentepercentage</i>
[K]	€ 130.000,00	30-08-2013	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 50.000	06-09-2013	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 87.500,00	17-09-2013	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 1.700.000,00	4-10-2013	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 200.000,00	18-10-2013	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 300.000,00	22-1-14	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 100.000,00	28-1-14	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 400.000,00	10-3-14	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 400.000,00	14-4-2014	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 160.000,00	14-4-14	30-08-2016	8,75 %
[K]	€ 300.0000,00	26-3-2015	30-08-2016	8,75 %
Totaal [K]	€ 3.827.500,00			
[V]	€ 220.000,00	05-11-2013	20-03-2015	8,75 %
[V]	€ 190.000,00	22-11-2013	20-03-2015	8,75 %
[V]	€ 100.000,00	29-11-2013	20-03-2015	8,75 %
[V]	€ 100.000,00	20-12-2013	20-03-2015	8,75 %
[V]	€ 145.740,73	7-4-2014	30-5-2017	8,75 %
[V]	€ 147.373,07	30-5-2014	30-5-2017	8,75 %
[V]	€ 185.337,57	17-7-2014	30-5-2017	8,75 %
[V]	€ 226.124,97	14-11-2014	30-5-2017	9,5 %
Totaal [V]	€ 1.314.576,34			
[R]	€ 150.000,00	26-06-2014	31-12-2019	8,75 %
[R]	€ 500.000,00	10-09-2014	31-12-2019	8,75 %
[R]	€ 350.000,00	26-11-2014	31-12-2019	8,75 %
Totaal [R]	€ 1.000.000,00			
[G]	€ 500.000,00	01-07-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 400.000,00	06-10-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 75.000,00	04-11-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 40.000,00	21-11-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 185.000,00	24-11-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 500.000,00	23-12-2014	30-05-2017	9,625 %
[G]	€ 500.000,00	17-02-2015	30-05-2017	9,625 %

³⁹ Het overzicht in tabel 6 is gebaseerd op het overzicht zoals dat is opgenomen als bijlage '20150401 [R] – [I]C1 2015.008.pdf' bij de e-mail van 8 april 2015 met als titel 'FW: [I] invoices attached'. Deze e-mail is verstuurd door [6] aan [REDACTED]. Verkregen via het E-mailonderzoek.

Totaal [G]	€ 2.200.000,00			
[F]	€ 400.000,00	02-06-2014	30-05-2017	9,625
[F]	€ 200.000,00	29-09-2014	30-05-2017	9,625
[F]	€ 200.000,00	25-03-2015	30-05-2017	9,625
Totaal [F]	€ 800.000,00			
Totaal	€ 9.142.076,34			

Na 31 maart 2015 hebben zich wijzigingen voorgedaan ten aanzien van de uitstaande leningen vanuit compartiment 1. In de ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 en 31/12/2015. [I] C-One’⁴⁰ staan de volgende leningen per 31 mei 2015:

Tabel 7. Investerings vanuit Compartiment 1 per 31/05/2015 op basis van ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/12/2015’.

“Loan to [K]	€ 3.827.500,00
Loan to [V]	€ 704.576,34
Loan to [R]	€ 1.000.000,00
Loan to [G]	€ 2.700.000,00
Loan to [F]	€ 1.200.000,00
loan	€ 245.000,00
Loans to undertakings with which the company is linked by virtue of participating interests- receivable interests	€ 131.310,63
	€ 9.677.076,34”

In bovenstaand overzicht staat een lening aan van € 245.000, maar deze staat niet in het eerdere overzicht ‘interests receivables / payables as of 31/03/2015’. Dit geldt ook voor de ‘Loans to undertakings with which the company is linked by the virtue of participating interests – receivable interests’ voor het bedrag van € 131.310,63. Het is de AFM niet bekend welke entiteiten dit betreft, of deze gelieerd zijn aan de [A] en waarom deze niet zijn weergegeven in de ‘interest receivables/ payables as of 31/03/2015’.

Op basis van de informatie in tabel 6 en 7, hebben de volgende wijzigingen hebben plaatsgevonden tussen 31 maart 2015 en 31 mei 2015:

Tabel 8. Wijzigingen in Investerings vanuit Compartiment 1 tussen 31 maart 2015 en 31 mei 2015.

Entiteit	Stand 31/03/15	Wijziging	Stand 31/5/15
[K]	€ 3.827.500,00	geen	€ 3.827.500,00
[V]	€ 1.314.576,34	- € 610.000	€ 704.576,34
[R]	€ 1.000.000,00	Geen	€ 1.000.000,00

⁴⁰ Zie mailwisseling d.d. 10 juni 2015 met [1], [6], [4] en met als onderwerp “FW: [I] – reporting 05/2015”. Dit betreft informatie die verkregen is in verband met het E-mailonderzoek.



[G]	€ 2.200.000,00	€ 500.000 ⁴¹	€ 2.700.000,00
[F]	€ 800.000,00	€ 400.000	€ 1.200.000,00
	€ 245.000,00	geen	€ 245.000,00
Loans to undertakings with which the company is linked by virtue of participating interests- receivable interests	Onbekend		€ 131.310,63
Totaal	€ 9.142.076,34	€ 290.000	€ 9.808.386,97

Uit bovenstaande tabel blijkt dat Compartiment 1 per 31 mei 2015 in totaal 34 leningen heeft verstrekt voor een bedrag van € 9.808.386,97. Hiervan zijn in ieder geval 32 leningen verstrekt aan verschillende aan de [A] gelieerde partijen.

Naast de verstrekte leningen, zijn er vanuit Compartiment 1 ook participaties in het [K] aangekocht en verkocht. Uit de 'Notes to the annual accounts van [I] – 31 december 2014' en de 'Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015' blijkt het volgende:

Tabel 9: Overzicht investeringen Compartiment 1 in het [K]

	<i>Compartiment 1</i>
[...]	
Acquisition costs – additions for the period	<i>371.203</i>
[K] Units	<i>371.203</i>
[.....]	
Acquisition costs – disposals for the period	<i>(363 448)</i>
[K] Units	<i>(363 448)</i>
[.....]	
Acquisition costs - closing balance	<i>7 755</i>
[K] Units	<i>7 755</i>
[...]	
Fair value adjustments of the period	<i>18 551</i>
[K] Units	<i>18 551</i>
[.....]	
Accumulated fair value adjustment – closing balance	<i>18 551</i>
[K] units	<i>18 551</i>
[...]	
Fair value – closing balance	<i>26 305</i>
[K] Units	<i>26 305</i>

Tot slot vinden er vanuit Compartiment 1 verscheidende betalingen plaats die zien op de kosten die het compartiment maakt in relatie tot de ontplooiende securitisatie-activiteiten. Zo blijkt dat er onder andere bedragen worden betaald voor ‘Establishment and issue costs’ (€ [REDACTED]), ‘Administrator fee’ (€ [REDACTED]) en ‘Upfront fee – [M]’ (€ [REDACTED]).⁴²

De leningen die vanuit Compartiment 1 zijn uitgezet bij de verschillende (voornamelijk aan de [A] gelieerde) entiteiten kennen een korte looptijd. Uit ‘Tabel 7: Investerings vanuit Compartiment 1 per 31/03/2015’ blijkt dat de looptijd varieert tussen 16 en 66 maanden.

Hieronder worden, per entiteit waar een lening aan is verstrekt, de feiten weergegeven die een beeld geven van de mate waarin de onderneming aan haar verplichtingen kan voldoen.⁴³

A) [K]

In totaal staat er vanuit compartiment 1 per 31 mei 2015 een bedrag van € 3.827.500 aan leningen uit aan [K]. Daarnaast wordt er vanuit compartiment 1 per 31 mei 2015 voor een bedrag van € 26.305 direct geïnvesteerd in participaties [K]. Voor inzicht in de feiten die een beeld geven van de mate waarin het [K] aan haar verplichtingen kan voldoen verwijzen wij naar paragraaf 2.1.

B) [V]

In totaal staat er vanuit compartiment 1 per 31 mei 2015 een bedrag van € 704.576 aan leningen uit aan [V]. Voor inzicht in de feiten die een beeld geven van de mate waarin het [V] aan haar verplichtingen kan voldoen verwijzen wij naar paragraaf 2.2.

C) [R]

[R] heeft een samenwerkingsovereenkomst afgesloten met GFH Giro, een nevenvestiging van TT ten aanzien van leadvergoedingen voor het aanbrenge van klanten. [R] adviseert consumenten met een beleggingsverzekering over te sluiten naar een bankspaarproduct van TT, waarbij men fiscaal gefaciliteerd vermogen kan opbouwen binnen het GFH Paraplufonds.

Compartiment 1 heeft aan [R] een lening verstrekt van in totaal 1 miljoen euro. Deze bestaat uit drie leningen met een rente van 8,75% met de einddatum 31 december 2019.

In de ‘Annual accounts 2014’ staat⁴⁴:

⁴² Zie ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015’. Dit is een attachment behorende bij de mail van [1] aan [6] d.d. 10 juni 2015. Dit betreft informatie die verkregen is in verband met het E-mailonderzoek.

⁴³ De leningen aan [REDACTED] en ‘Loans to undertakings with which the company is linked by virtue of participating interests-receivable interests’ worden hierin niet betrokken omdat de AFM niet over verdere informatie beschikt over deze entiteiten.

⁴⁴ Zie ‘Annual accounts 2014. [R]’, verkregen via de KvK.

Tabel 10: Weergave winst [R] per 31 december 2013 en 2014 op basis van 'Annual accounts 2014' (bedragen in Euro's).

	<i>December, 31, 2014</i>	<i>December, 31, 2013</i>
<i>Retained earnings</i>		
<i>Profit for the year</i>		

schrijft op 28 mei 2015 aan '':⁴⁵:

“Heren,

[...]

Het tekort van [R] over 2014 staat nu op en dat zal (ruim) niet gedicht worden door bovenstaande maatregelen. Ik kan dit begin volgende week definitief bepalen.

Dan blijven er drie 'subsidiës' vanuit de groep (zou kunnen worden gezien als indirect van de cash positieve aanbieder TT) aan [R] waar ik geen oplossing voor heb:

1. De verlies financiering van [R] middels intercompany leningen en lening [I] (totaal 3,5 mio),
2. Er is (nog) geen rente over de intercompany leningen ingerekend, o.b.v. 5% p.a. zou dit een additioneel verlies van ca. 75k geven,
3. Er worden aan [R] geen huisvestings- en legal kosten in rekening gebracht.

Zo gaan invullen?

Met vriendelijke groet,

[B]”

In het '[R] Financial Report 2015' staat in de 'Balancesheet per month' het volgende⁴⁶:

Tabel 11: Maandelijks balans [R] december 2015 (bedragen in Euro's)

	Dec-15
Share capital	
Retained earnings	

⁴⁵ Dit betreft een e-mail van '' aan '' d.d. 28 mei 2015 met onderwerp 'AFM – [R].' Dit betreft informatie die verkregen is in verband met het E-mailonderzoek.

⁴⁶ Zie '[R] Financial Report 2015', op 1 maart 2016 door [R] aan de AFM verstrekt.

Profit for the year		
Equity		
Other loans		3.790.000
Non-current liabilities		3.790.000
Trade payables and trade creditors		
Taxes and social security contributions payable		
Other liabilities		
Accruals and deferred income		
Current liabilities		
Equity and liabilities		

Uit bovenstaand overzicht blijkt dat [R] in december 2015 voor € 3.790.000 aan leningen heeft afgesloten. Naast de drie leningen van in totaal €1 miljoen van Compartiment 1 van [I] heeft de AFM vastgesteld dat [R] leningen heeft afgesloten bij nog andere, ook aan de [A] gerelateerde, entiteiten.

Zo staat in de '[F]– June 30, 2015. Notes to the annual accounts': "As at June 30, 2015, the loan to [R] had been reclassified to the other receivables becoming due and payable within one year since the loan as well as the accrued interest have been fully repaid on November 20, 2015".

Daarnaast heeft [R] per 31 december 2013 leningen bij [G] en [B]. In het 'Financieel rapport [R] te [REDACTED]. Jaarrapport 2013' staat op pagina 14:

Tabel 12: Overzicht schulden [R] per 31 december 2013 en 21 december 2012

	31-12-2013	31-12-2012
	€	€
5. Langlopende schulden		
<i>Schulden aan kredietinstellingen</i>	580.000	
<i>Schulden aan participanten en werkmaatschappijen waarin wordt deelgenomen</i>	157.528	227.448
	737.528	227.448
Schulden aan kredietinstellingen		
<i>Leningen o/g</i>		

<i>Lening [G]</i>	25.000	-
<i>Lening [F]</i>	30.000	-
<i>Lening [B]</i>	525.000	-
	580.000	-
<i>Schulden aan participanten en aan maatschappijen waarin wordt deelgenomen</i>		
<i>[D]</i>	157.528	147.222
	-	80.226
	157.528	227.448

Over de schulden wordt 7% rente berekend.”

Uit bovenstaande tabel blijkt verder dat de stand van de langlopende schulden per 31 december 2013 € 1.475.056 is. In twee jaar tijd is dat bedrag met € 2.314.944 toegenomen naar het bedrag van € 3.790.000 per december 2015.

D) [G]

Per 31 mei 2015 staat er vanuit compartiment 1 voor 2,7 miljoen euro aan leningen uit aan [G].

De AFM heeft beschikking over de jaarrekening over het boekjaar 2014 van [G]. De jaarrekening over het boekjaar 2015 is echter niet aangetroffen in de openbaar beschikbare informatie. In de jaarrekening 2014 van [G]⁴⁷ staat in de ‘Balance sheet per Dec 31, 2014’ het volgende:

	December, 31, 2014	December 31, 2013
Liabilities		
Equity		
Share capital		
Share premium account		
Legal reserve		
Retained earnings		
Result for the year		
Non-current liabilities		
Current liabilities		
Total liabilities		

⁴⁷ Zie ‘Annual accounts 2014. [G]’. Verkregen via het handelsregister van de Kamer van Koophandel.

Uit de jaarrekening blijkt dat [G] over het boekjaar 2014 verlies heeft gemaakt van [REDACTED].

E) [F]

Per 31 mei 2015 staat er vanuit compartiment 1 voor 1,2 miljoen Euro aan leningen uit bij [F].

In de jaarrekening van [F] per 30 juni 2015⁴⁸ staat:

“Amounts owed by affiliated undertakings

As at June 30, 2015 and 2014, amounts owed by affiliated undertakings becoming due and payable within one year are composed as follows:

	<i>June 30, 2015</i>	<i>June 30,2014</i>
<i>Management fees</i>	[REDACTED]	[REDACTED]
<i>Advance to shareholder (*)</i>	[REDACTED]	[REDACTED]
<i>Interest on loan to [J]</i>	-	1 937
<i>Receivables from [B]</i>	149 780	88 500
<i>Receivables from [REDACTED] (**)</i>	2 678	-
<i>Total</i>	[REDACTED]	[REDACTED]

() This represents the short-term advances to the Shareholder as well as the receivable amount of EUR [REDACTED] for the sold fixed assets and the re-charged costs. These receivables were fully settled on November 25, 2015.*

*(**) [REDACTED] is 100% owned by the UBO's of the Company.*

In dezelfde jaarrekening staat vermeld dat [F] een lening van € 80.000,- aan [J] heeft verstrekt en dat [X] een bedrag van € 16.475 verschuldigd is aan [F]. Er staat:

“As at June 30, 2015 and 2014, amounts owed by affiliated undertakings become due and payable after more than one year are composed as follows:

	<i>June 30, 2015</i>	<i>June 30,2014</i>
<i>Loan tot [J]</i>	80 000	80 000
<i>Receivable from [X]</i>	16 475	16 475
<i>Total</i>	96 475	96 75

⁴⁸ Zie [F] – June 20, 2015 Notes to the annual accounts’.

In jaarrekening staat vervolgens vermeld dat [F] een lening van € 140.000 aan [R] heeft verstrekt op basis van een rente van 6,5% per jaar. Deze lening moest worden afgelost op 31 december 2016. De lening is op 25 september 2014 echter verhoogd naar € 315.000. Vervolgens is deze lening volgens de toelichting in de jaarrekening volledig terugbetaald in november 2015. Er staat:

“7 Other receivables

As at June 30, 2015 and 2014, other receivables becoming due and payable within one year are composed as follows:

	<i>June 30, 2015</i>	<i>June 30,2014</i>
<i>Tax advances</i>		
<i>Interest on Loan tot [R]</i>	21 016	2 792
<i>Loan to [R]</i>	315 000	-
<i>Others</i>		
<i>Total</i>		

As at June 30, 2014 other receivables becoming due and payable after more than one year amounted to EUR 140.000 and consisted of the loan to [R] bearing interest 6,5% per annum and payable on December 31, 2016. This loan facility was extended to EUR 315,000 on September 25, 2014.

As at June 30, 2015 the loan to [R] has been reclassified to the other receivables becoming due and payable within one year since the loan as well as the accrued interest have been fully repaid on November 2015”.

Over de door [F] verschuldigde bedragen aan andere entiteiten staat in de jaarrekening dat kortlopende schulden een voorschot aan [J] betreft, interestbetalingen aan [I] en een bedrag van € 158.696 aan [K] als gevolg van de compensatie voor het totale bedrag dat te veel is uitgekeerd aan uittredende beleggers in verband met een onjuiste NAV. Hier staat tevens beschreven dat [F] een lening heeft afgesloten bij [I] compartiment 1 voor een bedrag van € 800.000 tegen 9,625% procent rente met als einddatum 30 mei 2017. Deze schuld is voortijdig afgelost op 26 november 2015. Er staat:

“Amounts owed to affiliated undertakings

As at June 30, 2015 amounts owed to affiliated undertakings becoming due and payable within one year detailed as follows:

	<i>June 30, 2015</i>	<i>June 30,2014</i>
<i>Advance from [J]</i>	2 945	10 083

<i>Interest on loan from [I] Compartment one</i>	<i>33 012</i>	<i>2 722</i>
<i>Payable to [K]</i>	<i>158 696</i>	<i>-</i>
<i>Total</i>	<i>194 653</i>	<i>12 805</i>

As at June 30, 2015, amounts owed to affiliated undertakings becoming due and payable after more than one year amount to EUR 800.000 (2014: 400.000) and consist of a loan payable to [I] with respect to Compartment One bearing interest 9,625% per annum and payable on May 30, 2017.

This loan along with the accrued interest was fully repaid on November 26, 2015.

The company has recorded a payable amount of EUR 159,696 due to an overpayment of redemptions made by [K] based on an unaudited Net Asset Value of [K] (“NAV”) which was corrected subsequent to the 2014 year end audit.

The Company decided to compensate [K] for the overpayment resulting from an audited NAV”

Per 31 mei 2015 had [F] voor een bedrag van 1,2 miljoen euro aan leningen bij [I] compartiment 1. Volgens bovenstaande informatie bedragen op 26 november 2015 de leningen van [F] bij [I] compartiment 1 nog € 400.000.

Hoewel er op 26 november 2015 een bedrag van € 800.000 wordt afgelost door [F] bij compartiment 1, vindt er op 17 juni 2015 nog een e-mailwisseling plaats tussen de heren [4], [1], [2], [6] en [7] met als onderwerp ‘*[I] CO – [F] loan*’⁴⁹. In deze e-mailwisseling wordt een nieuwe lening besproken die vanuit [I] Compartment One ([I]CO) aan [F] zal worden verstrekt. Uit een e-mail van [4] komt naar voren dat [F] haar rentebetaling voor de lening vanuit [I]CO voor de periode Q1 2015 niet heeft voldaan. De mailwisseling start met een mail van [2]. Er staat:

“Dear [4],

Could you please countersign the attached Loan addendum and the BR of [I].

I understand that next week new money comes into [I]CO.

Best regards,

[2]

[B]”

Hierop mailt [4]:

“Bond interest payments :

July 01 : 362.912,85 Euro

⁴⁹ Dit betreft informatie die verkregen is via het E-mailonderzoek.

Sept 24: 276.656,25 Euro

Loan interest to be paid for Q2 is

Approx.: 247.280 Euro

What do we have:

3rd tap issue: 527.000,00 Euro approx

Money on a/c: 642.204,52 Euro (with difference depending on f/x rate for US\$ account)

Total : 1.169.204 Euro (approx.)

Plus Q2 loan interest: 247.280 Euro (approx.)

Total : 1.416.484 Euro

Minus: 800.000,00 - [F]

Minus: 362.912,85 - bond interest July 01

Minus: 276.656,25 - bond interest Sept 24

Total: minus -23.085.10 Euro /(approx.)

As a little side note: [F] has not paid interest for Q1 (13k), considering this we are 10k short.”

Als reactie hierop stuurt [2] het volgende:

‘The 800k loan from [F] will be drawn in 2 tranches:

- 300k now*
- 500k in 2 weeks*

[F] will pay the interest QL of 1-3k this week once they have received the first tranche and will pay the Q2 interest first week of July.

Furthermore the other lenders will pay the Q2 interest as well to [I]CO so the deficit of 13k will be covered by incoming Q2 interest payments.’

Uit deze mailwisseling blijkt dat [F] voor de bestaande leningen van [I] compartiment 1 de rentebetalingen van het tweede kwartaal van 2015 wil voldoen door het aangaan van een nieuwe lening, welke wederom gefinancierd wordt door [I]CO.

Ook geldt dat de leningen vanuit compartiment 1 aan [F] op 31 maart 2015 € 800.000 bedroegen en [F] in de periode tussen 31 maart 2015 en 31 mei 2015 nog een aanvullende lening van € 400.000 is aangegaan.

Compartiment 2

Zoals aangegeven in ‘Tabel 4: Overzicht van compartimenten [I]’ geeft [I] op haar website het volgende aan over de investeringen vanuit Compartiment 2: “[I] is the issuer of unsecured bonds. The issuer may securitize the risks related to investments in [K]”.

Uit de ‘notes to the annual accounts van [I] – 31 december 2014’⁵⁰ blijkt dat er vanuit Compartiment 2 inderdaad wordt belegd in het [K]. Per 31 december 2014 is de stand als volgt:

Tabel 13: Overzicht investeringen Compartiment 2 in het [K] per 31 december 2014

	Compartiment 2
[...]	
Acquisition costs – additions for the period	481 134
[K] Units	481 134
[.....]	
Acquisition costs - closing balance	481 134
[K] Units	481 134
[...]	
Fair value adjustments of the period	137 020
[K] Units	137 020
[.....]	
Accumulated fair value adjustment – closing balance	137 020
[K] units	137 020
[...]	
Fair value – closing balance	618 153
[K] Units	618 153

Uit de ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015. [I] C-Two’⁵¹ dat er in de periode van 31 december 2014 en 31 mei 2015 ‘transferable securities’ zijn aangekocht. Er staat:

Tabel 14: Overzicht investeringen Compartiment 2 in het [K] per 31 mei 2015

“Account	Balance as of 31/12/2014		Movement		Balance as of 31/05/2015	
	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit
Transferable securities – Other transferable	€ 481.133,64		€ 1.687.921,24		€ 2.169.054,88	

⁵⁰ Zie ‘[I] – 31 December 2014. Notes to the annual’.

⁵¹ Zie bijlage bij mailwisseling d.d. 10 juni 2015 met [1], [6], [4] en [redacted] met als onderwerp “FW: [I] – reporting 05/2015”.

<i>securities-Shares-Listed shares</i>						
<i>Transferable securities – Other transferable securities-Shares-Listed shares- Value adjustment</i>	€ 137.019,72				€ 137.019,72”	

Uit tabel 13 en 14 blijkt dat per 31 mei 2015 vanuit Compartiment 2 voor een bedrag van € 2.306.074 is geïnvesteerd in participaties van het [K].

Uit de jaarrekening van [I] van 31 december 2014 en de ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015. [I] C-Two’ blijken geen andere investeringen vanuit [I] Compartiment 2. Wel geldt ook hier dat vanuit Compartiment 2 verscheidende betalingen plaatsvinden die zien op de kosten die het compartiment maakt in relatie tot de ontplooiende securitisatie-activiteiten. Zo blijkt dat er onder andere bedragen worden betaald voor ‘Establishment and issue costs’ (€ [REDACTED]), ‘Other external charges-Renumeration of intermediaries and fee – Legal fee’ (€ [REDACTED]) en ‘Initiator fee’ (€ [REDACTED])⁵².

De mate waarin Compartiment 2 in staat is om de hoofdsommen van de obligatieleningen aan het GFH EVF terug te betalen is afhankelijk van de ontwikkeling van beleggingen die zijn gedaan vanuit Compartiment 2. Per 31 mei 2015 is dit een investering van € 2.306.074 in het [K]. Voor de wijze waarop de waardering van [K] wordt vastgesteld en de liquiditeit van participaties in [K], verwijzen wij naar paragraaf 2.1 van deze bijlage.

Compartiment 4

Zoals aangegeven in ‘Tabel 3: Overzicht van compartimenten [I]’ geeft [I] op haar website het volgende aan over de investeringen vanuit Compartiment 4: “The issuer may securitize the risks related to investments in units issued by or loans granted to [K]”.

Uit de ‘notes to the annual accounts van [I] – 31 december 2014’⁵³ blijkt dat er vanuit compartiment 4 wordt belegd in participaties in het [K]. De stand per 31 december 2014 geeft het volgende weer:

Tabel 15: Overzicht investeringen Compartiment 4 in het [K] per 31 december 2014

	“Compartiment 4
[...]	
Acquisition costs – additions for the period	5 573 984
[K] Units	5 573 984

⁵² Zie ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015’. Dit is een attachment behorende bij de mail van [1] aan [6] d.d. 10 juni 2015. Dit betreft informatie die verkregen is via het E-mailonderzoek.

⁵³ Zie ‘[I] – 31 December 2014. Notes to the annual accounts’.

[.....]	
Acquisition costs – disposals for the period	(2 594 804)
[K] Units	(2 594 804)
[.....]	
Acquisition costs - closing balance	2 979 180
[K] Units	2 979 180
[...]	
Fair value adjustments of the period	728 713
[K] Units	728 713
[.....]	
Accumulated fair value adjustment – closing balance	728 713
[K] units	728 713
[...]	
Fair value – closing balance	3.707.893
[K] Units	3.707.89”

Uit de ‘Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015. [I] C-Four’⁵⁴ blijkt dat er in de periode van 31 december 2014 en 31 mei 2015 ‘transferable securities’ zijn aangekocht. Er staat:

Tabel 16: Overzicht investeringen Compartiment 4 in het [K] per 31 mei 2015

Account	Balance as of 31/12/2014		Movement		Balance as of 31/05/2015
	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit/Credit
“Transferable securities – Other transferable securities-Shares- Listed shares	2.563.407,49		650.464,67	1.593.817,06	1.620.055,10
Transferable securities – Other transferable securities-Shares- Listed shares- Value adjustment	728.712,81		380.873,65	966.798,56	142.787,90
Stocks lend tot	415.772,25 ⁵⁵		2.049.374,24	415.772,21	2.049.374,28”

⁵⁴ Zie mailwisseling d.d. 10 juni 2015 met [1], [6], [4] en met als onderwerp “FW: [I] – reporting 05/2015”.

⁵⁵ In totaal komt dit (€ 2.563.407,39 + € 728.712,81 + € 415.772,25) op een bedrag van € 3.707.893 wat gelijk is aan de closing balance per 31/12/14 uit tabel 15.

Uit tabel 15 en 16 blijkt dat per 31 mei 2015 vanuit Compartiment 4 voor een bedrag van € 3.812.217 is geïnvesteerd in participaties van het [K].

Uit tabel 16 blijkt tevens dat een deel van de participaties in [K] wordt uitgeleend. Deze stukken worden uitgeleend aan het [REDACTED] ([REDACTED]). Het [REDACTED] is een subfonds van het [REDACTED], een ongereguleerd Nederlands fonds. De beheerder van het [REDACTED] is [REDACTED], waarvan [J] enig aandeelhouder is. De AFM heeft uit de tot haar ter beschikking staande informatie niet kunnen herleiden waarom de [K]-participaties zijn uitgeleend aan [REDACTED] en welke overeenkomst/ voorwaarden daar aan ten grondslag liggen. [REDACTED] betaalt hiervoor een borrowing fee aan [I] compartiment 4⁵⁶.

Uit de jaarrekening van [I] van 31 december 2014 en de *'Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015. [I] C-Four'* blijken geen andere investeringen vanuit [I] Compartiment 4. Wel geldt ook hier dat vanuit compartiment 4 verscheidende betalingen plaatsvinden die zien op de kosten die het compartiment maakt in relatie tot de ontplooidde securitisatie-activiteiten. Zo blijkt dat er onder andere bedragen worden betaald voor *'Establishment and issue costs'* (€ [REDACTED]), *'Other external charges-Renumeration of intermediaries and fee – Legal fees'* (€ [REDACTED]) en *'Administrative agent'* (€ [REDACTED])⁵⁷.

De mate waarin Compartiment 4 in staat is om de hoofdsommen van de obligatieleningen aan het GFH EVF terug te betalen is afhankelijk van de ontwikkeling van de beleggingen die zijn gedaan vanuit Compartiment 4. Per 31 mei 2015 is dit een investering van € 3.812.217 in het [K]. Voor de wijze waarop de waardering van [K] wordt vastgesteld en de liquiditeit van participaties in [K], verwijzen wij naar paragraaf 2.1 van deze bijlage.

3.2 [P]

Naast de investeringen in de verschillende compartimenten van [I], wordt er vanuit GFH EVF ook geïnvesteerd in [P] compartiment 1, met ISIN code [REDACTED]. Per 30 april 2016 is er vanuit GFH EVF voor een bedrag van € 1.294.092,50 geïnvesteerd in compartiment 1, meer dan 2% van het fondsvermogen van het GFH EVF⁵⁸.

[P] is een [REDACTED] entiteit, opgericht op 8 juni 2015. [P] heeft een tweetal securitisatievehicles opgericht, compartiment 1 en 2. Vanuit deze compartimenten wordt schuldpapier uitgegeven aan *'suitable investors'*. Een compartiment is een afgescheiden deel van het vermogen van [P] en andere compartimenten van [P].

⁵⁶ Zie bijvoorbeeld *'Invoice Compartment Four Invoice number 2015.003 d.d. 3 maart 2015'*. Dit betreft informatie verkregen via het E-mailonderzoek.

⁵⁷ Zie *'Balance of accounts as of 31/12/2014 and 31/05/2015'*. Dit is een attachment behorende bij de mail van [1] aan [6] d.d. 10 juni 2015. Informatie verkregen middels het E-mailonderzoek.

⁵⁸ Gebaseerd op de Fund Portfolio Analysis GFH EVF van 30 april 2016, verkregen via het onderzoek naar het productontwikkelingsproces.

De bestuurders van [P] zijn [REDACTED], tevens bestuurder bij [REDACTED] en [REDACTED], en [4], tevens [REDACTED] bij [A]. Ten tijde van oprichting van [P] was [REDACTED] 100% aandeelhouder. Het is de AFM niet bekend of dat tot op heden nog steeds het geval is.

Op 26 mei 2015 stuurt [REDACTED], [REDACTED] van de [A], een e-mail aan [REDACTED] van [REDACTED] met als onderwerp 'ARTD agent agreement [P]'.⁵⁹ Er staat:

'Hi [REDACTED],

Momenteel ben ik bezig met de oprichting van een nieuw fonds, [P]. Ook voor [P] moet er een ARTD agent agreement worden opgesteld.

Zou je hiervoor alvast een draft bij ons aan kunnen leveren, zodat we hier tijdig mee aan de slag kunnen gaan?

Alvast bedankt.

Groet,

Uit de e-mailwisseling van 26 mei 2015 blijkt dat de [A] betrokken is geweest bij de oprichting van [P].

De AFM heeft geen zicht op de investeringen die worden gedaan vanuit de verschillende compartimenten van [P]. Wel wordt er op de website van [P] informatie gegeven over het beleggingsbeleid van de verschillende compartimenten. Op de website van [P] wordt het volgende aangegeven ten aanzien van compartiment 1:

"[P] acting with respect to its Compartment 1 has issued envisages to issue direct, unsecured, limited recourse debt obligations (Bonds). The Bonds may be issued in different Series and will be issued in bearer form for the amount of at least € 125,000. [P] acting with respect to its Compartment 1 will use the net proceeds from the issue of each Series by making debt and equity-related investments, including indirect, transferable loans originated by third parties, in public and private companies, mainly [REDACTED], [REDACTED], and [REDACTED] and [REDACTED] are software companies that form part of the [REDACTED] [REDACTED] is a site development company that is linked to the [REDACTED] through its directors.

As of July 31, 2015 the Series I Bonds have been issues for a total amount of EUR 2,000,000. The Series I Bonds have a term of 3 years and are listed at the Third Market of the Vienna Stock Exchange since August 12, 2015."

Compartiment 1 is genoteerd aan de Dritter Markt in Wenen. Er wordt echter geen prijs afgegeven en is geen handelsvolume.⁶⁰

⁵⁹ Informatie verkregen via het E-mailonderzoek.

⁶⁰ Gebaseerd op openbare informatie en informatie van Bloomberg.

4. [L]

De AFM beschikt over een overeenkomst tussen TT en [L] “Administration Agreement” (Overeenkomst), gedateerd 30 november 2012 ten behoeve van het verrichten van administratieve diensten met betrekking tot het GFH Paraplufonds. In deze Overeenkomst is overeengekomen dat [L], in overeenstemming met het prospectus en de terms and conditions, administratieve taken verricht: *“all financial and accounting duties and functions necessary or appropriate in connection with the activities of the Fund [AFM: het GFH Paraplufonds]”*. Uit de “Operations Manual” van [L], gedateerd oktober 2013, blijkt welke procedures zij heeft ingericht om de intrinsieke waarde te berekenen en vast te stellen. Uit deze procedures volgt dat zij voor niet genoteerde financiële instrumenten (unlisted securities) de prijs handmatig invoert: *“Those prices are uploaded or manually added to Mfact based on information received/retrieved from Bloomberg, other administrators/custodian/client/prime broker, etc.”*

Bijlage 3: Zienswijze van DNB

CONFIDENTIEEL

Stichting Autoriteit Financiële Markten

[REDACTED]

Postbus 11723
1011 GB AMSTERDAM

Onderwerp

Today's Tomorrow B.V. Zienswijze DNB met betrekking tot het voornemen van de AFM tot het aanstellen van een curator.

Geachte [REDACTED]

Op 6 december 2016 ontving De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) van Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) een voorgenomen besluit (kenmerk: [REDACTED]) tot het aanstellen van een curator bij Today's Tomorrow B.V. (TT) op grond van artikel 1:76, eerste en tweede lid, onder b en c, van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

De AFM is voornemens om een curator aan te stellen bij TT, [REDACTED]

Op grond van artikel 1:47, eerste lid en tweede lid, onderdeel a en derde lid, Wft, verleent DNB hierbij haar zienswijze ten aanzien van het voornemen van de AFM.

Zienswijze DNB

DNB kan zich vinden in de doelstelling van de AFM om een curator aan te stellen bij TT om [REDACTED] de onderneming ordentelijk en conform de geldende wet- en regelgeving te laten verlopen, waarbij de belangen van de deelnemers worden meegenomen.

[REDACTED]

[REDACTED]

DNB vraagt de AFM daarom bij de opdracht aan de curator en de daarmee eventueel voor TT gemoelde kosten, rekening te houden met de kapitaalpositie van TT.



De Nederlandsche Bank N.V.
Toezicht nationale instellingen
Beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen

Postbus 98
1000 AB Amsterdam
[REDACTED]
www.dnb.nl

Handelsregister 3300 3396

Datum
08 december 2016

Uw kenmerk

Ons kenmerk
2016/912704

Behandeld door
[REDACTED]

Bijlagen



Ons kenmerk

[REDACTED]

Pagina

91 van 92



Indien u vragen heeft over de zienswijze van DNB dan kunt u daartoe contact opnemen met [REDACTED] op telefoonnummer [REDACTED] of met [REDACTED] op telefoonnummer [REDACTED].

Datum

19 december 2016

Ons kenmerk

2016/932903

Hoogachtend,
De Nederlandsche Bank N.V.





Bijlage 4: Overzicht beleggingen in aan [B] gelieerde entiteiten en fondsen

