

Openbare versie

[...]

t.a.v. [...]

[adres]

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	1 van 29
Telefoon	[...]
E-mail	[...]
Betreft	Beslissing op bezwaar [A]

Geachte [...],

Bij besluit van 1 februari 2021 heeft de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) aan [A] een last onder dwangsom met kenmerk [kenmerk] (**de Last**) opgelegd. De Last is opgelegd ter voorkoming van herhaling van overtreding van artikel 22, tweede, derde en vierde lid, van Verordening (EU) 2017/1129 (**Prospectusverordening**)¹ door [A]. Tegen de Last heeft u, namens [A], bezwaar gemaakt. De AFM heeft besloten de Last in stand te laten onder aanvulling van de motivering. In deze brief wordt uitgelegd hoe de AFM tot haar oordeel is gekomen.

De beslissing op bezwaar is als volgt opgebouwd. In paragraaf I beschrijft de AFM de procedure. Paragraaf II bevat de relevante feiten en omstandigheden. In paragraaf III beschrijft de AFM kort de gronden van bezwaar. In paragraaf IV licht de AFM de achtergronden van de Last toe en geeft zij een beoordeling van de gronden van bezwaar. In paragraaf V staat het besluit van de AFM. Tot slot bevat paragraaf VI de rechtsgangverwijzing en maakt de AFM in paragraaf VII enkele opmerkingen over de publicatie van de Last.

¹ Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG, PbEU 2017, L 168, zoals laatstelijk gewijzigd op 27 november 2019, PbEU 2019, L 320.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	2 van 29

I. Procedure

1. Bij besluit van 1 februari 2021 heeft de AFM aan [A] de Last opgelegd als bedoeld in artikel 1:79, eerste lid, aanhef en onderdeel b, van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**). De Last is opgelegd ter voorkoming van herhaling van overtreding van artikel 22, tweede, derde en vierde lid, Prospectusverordening en strekt ertoe dat [A] met betrekking tot reclame voor al haar toekomstige prospectusplichtige aanbiedingen ervoor zorgdraagt dat:
 - wordt vermeld dat er een prospectus is gepubliceerd en waar beleggers het prospectus kunnen verkrijgen;
 - indien wordt verwezen naar een prospectus dat goedgekeurd is door de AFM, een vermelding wordt opgenomen die aangeeft dat deze goedkeuring geen aanprijzing betreft;
 - de informatie hierin niet misleidend is;
 - de reclame als zodanig duidelijk herkenbaar is.
2. De last strekt er tevens toe dat:

“met betrekking tot alle mondelinge en schriftelijke uitingen behorende bij aanbiedingen van effecten en/of noteringen van effecten aan een gereguleerde markt waarbij een goedgekeurd prospectus wordt gepubliceerd, ook als deze niet voor reclamedoelinden worden verstrekt, dat [sic] deze uitingen stroken met de informatie die in het desbetreffende prospectus wordt verstrekt (waarbij de uitingen geen onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus geeft [sic]).”²
3. Bij brief van 26 februari 2021 heeft u, namens [A], pro forma bezwaar gemaakt tegen de Last en een aanvullende termijn van acht weken verzocht voor het indienen van de gronden van bezwaar. Per e-mail van 2 maart 2021 heeft de AFM de ontvangst van dit pro forma bezwaarschrift bevestigd.
4. Bij brief van 9 maart 2021 (kenmerk [kenmerk]) heeft de AFM ingestemd met een verlenging van de termijn voor het indienen van de gronden van bezwaar tot en met 10 mei 2021.
5. Per e-mail van 7 mei 2021 heeft u, namens [A], de gronden van bezwaar aangevuld (**het Aanvullend Bezwaarschrift**). Daarbij heeft u tevens te kennen gegeven dat [A] geen gebruik wenst te maken van de geboden mogelijkheid van een mondelinge zienswijze.

² Last, p. 56.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	3 van 29

6. Op 14 juni 2021 heeft de AFM een brief gestuurd met de mededeling dat zij niet binnen de wettelijke termijn zal kunnen beslissen en dat de AFM daarom gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid om de beslissing op bezwaar te verdagen met zes weken op grond van artikel 7:10, derde lid, van de Algemene wet bestuursrecht (**Awb**) tot en met 30 juli 2021.

II. Feiten en omstandigheden

7. Deze beslissing op bezwaar is onder meer gebaseerd op onderstaande feiten en op de feiten, zoals die zijn opgenomen in de Last en de bijlagen daarbij. De feiten die zijn genoemd in de Last en bijlagen moeten hier, voor zover zij niet reeds zijn herhaald, als herhaald en ingelast worden beschouwd.

1. [A]

8. [A] beschikt over een vergunning van de AFM voor het aanbieden en beheren van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen. [A] is beheerder van (onder meer) de volgende fondsen die als beleggingsinstelling bij de AFM zijn geregistreerd (**de Fondsen**), waarbij de (verwachte) omvang van de betreffende aanbieding en de (verwachte) marketingkosten zijn benoemd:

- [Fonds 1], omvang aanbieding € [bedrag] en marketingkosten € [bedrag];
- [Fonds 2] omvang aanbieding € [bedrag] miljoen en marketingkosten € [bedrag]; en
- [Fonds 3] omvang aanbieding € [bedrag] en marketingkosten € [bedrag].

9. Over het eerste halfjaar van 2020 heeft [A] een bedrijfsresultaat behaald van € [bedrag].

2. Normoverdracht

10. De AFM heeft [A] bij brief van 20 september 2018 een waarschuwing gegeven voor het overtreden van artikel 5:20, tweede lid, Wft in samenhang met artikel 12, aanhef en onder c, van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/301 (**GV 2016/301**).³ In de waarschuwingsbrief heeft de AFM [A] gewezen op een overtreding in een nieuwsbrief over de aanbieding van participaties in [Fonds 4] die door [A] aan beleggers is verstuurd. De AFM heeft geconstateerd dat in de nieuwsbrief wel positieve aspecten van de aanbieding zijn benoemd, terwijl er geen negatieve aspecten van de

³ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/301 van de Commissie van 30 november 2015 tot aanvulling van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van technische reguleringsnormen voor goedkeuring en publicatie van het prospectus en verspreiding van reclame en tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	4 van 29

aanbieding benoemd zijn, zoals risico's of beperkende voorwaarden. Daardoor is een materieel onevenwichtig beeld gegeven van de informatie in het prospectus. De AFM heeft in de brief benadrukt dat zij verwacht dat [A] maatregelen treft om toekomstige overtredingen te voorkomen en dat als de AFM in de toekomst constateert dat [A] wederom een overtreding begaat, de AFM de waarschuwingsbrief zal meewegen in haar besluitvorming omtrent te nemen maatregelen.

11. Naar aanleiding van een melding van 25 september 2018 van [A] dat zij een reclame-uiting had gepubliceerd, die niet voldeed aan de reclame-vereisten, heeft de AFM op 8 oktober 2018 telefonisch contact opgenomen met [A]. In dit gesprek heeft de AFM [A] erop gewezen dat de AFM (wederom) een overtreding heeft geconstateerd van de in randnummer 10 genoemde artikelen. Dit heeft niet tot verdere handhavingsmaatregelen van de AFM geleid, nu [A] zelf de overtreding bij de AFM heeft gemeld en de betreffende reclame zag op dezelfde aanbieding waarvoor reeds de in voorgaand randnummer genoemde waarschuwing was verzonden.
12. Zoals blijkt uit bijlage 1 van de Last, heeft de AFM in de periode van 30 november 2018 tot en met 3 december 2020 verschillende conceptreclame van [A] beoordeeld die betrekking had op [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3]. Daarbij heeft de AFM veelvuldig en uitvoerig aan [A] terugkoppeling gegeven over verschillende reclameregels. In het Aanvullend Bezwaarschrift haalt [A] nog een dergelijke terugkoppeling aan ten aanzien van conceptreclame voor [Fonds 3], waarop de AFM per e-mail van 30 juli 2019 heeft gereageerd. De voorgelegde conceptreclame betreft een presentatie, waarvan op pagina 16 op de volgende wijze risico's zijn benoemd:

“[...]

13. Per e-mail van de AFM van 30 juli 2019 heeft de AFM hierover onder meer het volgende teruggekoppeld aan [A]:

“De veelvoud van de opsomming van risicofactoren maakt de weging van iedere genoemde risicofactor zwakker. Om in reclame tot een evenwichtige presentatie van de informatie in het prospectus te komen dienen de meest materiele [sic] risicofactoren te worden beschreven. Hierbij is het belangrijk dat niet alleen het resultaat, maar ook de risico's die tot dit resultaat leiden worden beschreven.”

14. Op 13 december 2018 heeft de AFM een presentatie gehouden bij een bijeenkomst van bestuurders van beheerders van beleggingsinstellingen, georganiseerd door [...].⁴ [A] was daarbij

⁴ [...] is een belangenvereniging voor [...].

Datum 14 juli 2021
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 5 van 29

vertegenwoordigd. Ter voorbereiding op de inwerkingtreding van de Prospectusverordening op 21 juli 2019 heeft de AFM door middel van deze presentatie informatie verstrekt over de toen geldende reclameregels en een toelichting gegeven op de nieuwe reclameregels uit de Prospectusverordening.

15. De AFM heeft op 3 juli 2019 een nieuwsbericht op haar website geplaatst om de nieuwe reclameregels van de Prospectusverordening onder de aandacht van de markt te brengen. Bij e-mail van 16 juli 2019 is die nieuwsbrief nog specifiek onder de aandacht van [A] gebracht. Het nieuwsbericht verwijst naar een pagina op de website van de AFM, waarop is opgenomen:

“Voorbeelden van manieren waarop deze reclame wordt geuit zijn brochures, flyers, brieven, e-mails, advertenties, Google-ads, banners, abri-posters, radio- en tv-commercials en websites. Maar ook (mondelinge en schriftelijke) uitingen die worden gedaan tijdens roadshows en informatiebijeenkomsten, zoals presentaties of interviews, gelden als reclame. De definitie van een reclame is breed en een uiting kan gauw als reclame gekwalificeerd worden. Meer informatie hierover vindt u in de Beleidsregel Informatieverstrekking.”⁵

3. Overtredingen

16. In de Last heeft de AFM aangegeven dat zij omtrent de aanbiedingen van de Fondsen in verschillende periodes tussen 17 februari 2019 en 24 februari 2020 in negen reclames van [A] verschillende overtredingen heeft geconstateerd. Het gaat om de volgende reclames, waarbij de AFM de benaming van de betreffende reclame heeft overgenomen uit de Last:

[Fonds 1]	Datum ⁶	[Fonds 2]	Datum	[Fonds 3]	Datum
Vraaggesprek 1	[datum]	Nieuwsbrief	[datum]	Vraaggesprek 3	[datum]
Gesponsord artikel 1	[datum]	Vraaggesprek 2	[datum]		
Gesponsord artikel 2	[datum]	Gesponsord artikel 4	[datum]		
Gesponsord artikel 3	[datum]	Gesponsord artikel 5	[datum]		
		Vraaggesprek 3	[datum]		

⁵ <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/prospectustoezicht-nieuw/reclame>

⁶ Met ‘Datum’ in kolommen twee, vier en zes van de tabel is de datum van eerste verschijning van de reclame bedoeld en niet de einddatum van de betreffende overtredingen die met die reclame zijn begaan, zie paragraaf 1.2.2 van de Last.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	6 van 29

17. Voor de feitelijke grondslag en onderbouwing van de overtredingen in de reclame-uitingen verwijst de AFM naar bijlagen 3 tot en met 11 van de Last respectievelijk naar paragraaf 3 van de Last.

4. Overig

18. Sinds 2015 heeft de AFM aan aanbieders van effecten de faciliteit geboden om conceptreclame voor te leggen aan de AFM, teneinde te beoordelen of die conceptreclame zou voldoen aan de reclameregels (**de Voorlegfaciliteit**). Het gaat daarbij om een praktijk, waarin ten aanzien van een aanbieding van effecten, waarvan het prospectus ter goedkeuring aan de AFM is voorgelegd, standaard ook alle voorgenomen reclame ter beoordeling aan de AFM wordt voorgelegd. Per 15 maart 2021 heeft de AFM de Voorlegfaciliteit sterk beperkt in haar toegankelijkheid: de Voorlegfaciliteit staat thans enkel nog open voor aanbieders van effecten die voor het eerst zijn betrokken bij een prospectusplichtige aanbieding. Dit laat onverlet dat de AFM, als oriëntatiepunt voor de markt (en niet als adviseur), los van de Voorlegfaciliteit vragen van marktpartijen beantwoordt, mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. Het moet dan gaan om een casus-specifieke, concrete, vraag op niet-anonieme basis, voorzien van een juridische analyse van in beginsel een extern juridisch adviseur, met duiding van de twijfel die aanleiding geeft tot het stellen van de vraag.
19. Naar aanleiding van het per brief van 26 november 2020 aan [A] verzonden voornemen tot het opleggen van de Last, heeft [A] op 21 november 2020 haar zienswijze daarop gegeven (**de Zienswijze**). Daarbij heeft [A] een 'Beleid reclame-uitingen' en een afvinklijst overgelegd, gedateerd november 2020 (samen: **het Reclame-Beleid**). Voor de inhoud van het Reclame-beleid verwijst de AFM naar bijlage 6 van de Zienswijze.

III. **Bezwaar**

20. Samengevat en zakelijk weergegeven bevat het Aanvullend Bezwaarschrift de volgende gronden, waarbij de AFM een andere indeling heeft gehanteerd dan [A] in het Aanvullend Bezwaarschrift:
- A. De Last is onduidelijk dan wel ontbreekt het de Last aan grondslag.
 - B. De Last is in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel ten aanzien van de begrippen 'reclame', 'misleidend' en 'materieel onevenwichtig'.
 - C. Bepaalde passages uit Vraaggesprek 1 betreffen geen aanprijzing.
 - D. [A] heeft de Materieel Evenwichtig Norm niet overtreden.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	7 van 29

21. Tevens heeft [A] verzocht om vergoeding van de kosten die zij in verband met de behandeling van het bezwaar heeft moeten maken op grond van artikel 7:15, tweede lid, Awb.

IV. Beoordeling van de bezwaargronden

22. Alvorens in te gaan op de bezwaargronden van [A], zal de AFM toelichten waarom zij is overgegaan tot het opleggen van de Last.
23. De AFM is belast met het toezicht op en de handhaving van de Prospectusverordening en onderliggende regelgeving.⁷ Die verordening en onderliggende regelgeving is van groot belang bij het tegengaan van informatieongelijkheid tussen aanbieders van effecten en beleggers, waarbij het doel is beleggers te beschermen.⁸ De waarheidsgetrouwheid en juistheid van reclame alsmede de samenhang met de inhoud van het prospectus zijn in dat kader van het grootste belang.⁹ De AFM hecht daarom veel waarde aan de naleving van de reclameregels van de Prospectusverordening en haar voorloper Richtlijn (EU) 2003/71/EG (**Prospectusrichtlijn**),¹⁰ zoals die was geïmplementeerd in de Wft.¹¹
24. De AFM heeft haar toezichtpraktijk ingericht op onder meer de naleving van de reclameregels, omdat zij wil voorkomen dat beleggers hun beleggingskeuze baseren op reclame die niet voldoet aan die regels. Daartoe heeft de AFM sinds 2015 met de Voorlegfaciliteit aan aanbieders van effecten de mogelijkheid geboden om conceptreclame voor te leggen aan de AFM, teneinde te beoordelen of die conceptreclame zou voldoen aan de reclameregels. Het gaat daarbij om het *standaard* aan de AFM ter beoordeling voorleggen van *alle* reclame met betrekking tot een prospectusplichtige aanbieding. De Voorlegfaciliteit was mede ingegeven ter normoverdracht aan marktpartijen, opdat kennis van de regels werd vergroot en die regels ook door marktpartijen zelfstandig zouden worden nageleefd. Per 15 maart 2021 heeft de AFM de Voorlegfaciliteit sterk beperkt in haar toegankelijkheid. Naar het oordeel van de AFM legde de faciliteit namelijk een te groot capaciteitsbeslag op de AFM in relatie tot de veelvuldige normoverdracht die op dat moment al door middel van de Voorlegfaciliteit aan de markt had plaatsgevonden. Teneinde toch te faciliteren in normoverdracht van reclameregels en om de naleving daarvan te bevorderen in het kader van beleggersbescherming, staat de Voorlegfaciliteit

⁷ Zie artikel 2, eerste lid, aanhef en onder a, van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

⁸ Zie overweging 3 Prospectusverordening.

⁹ Zie overweging 64 Prospectusverordening.

¹⁰ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

¹¹ Per 21 juli 2019 is de Prospectusverordening van toepassing en is, kort gezegd, de implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wft komen te vervallen.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	8 van 29

wel nog open voor aanbieders van effecten die voor het eerst zijn betrokken bij een prospectusplichtige aanbieding. De beperkte toegankelijkheid van de Voorlegfaciliteit laat voorts onverlet dat de AFM als oriëntatiepunt vragen beantwoordt, mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan (zie randnummer 18).

25. De AFM is van oordeel dat [A] onvoldoende oog heeft voor de naleving van de reclameregels en daar tilt de AFM zwaar aan, gelet op het hiervoor uiteengezette belang van die naleving. De AFM baseert dit oordeel op de veelvuldige normoverdracht die zij aan [A] heeft gedaan ten aanzien van de reclameregels, zonder het gewenste effect te sorteren van zelfstandige naleving van die regels. De AFM wijst daarbij concreet op de volgende normen, ten aanzien waarvan de AFM heeft geconstateerd dat (concept)reclame van [A] niet voldeed (dit voor zover relevant in het kader van de reikwijdte van de Last; voor een meer omvattende weergave verwijst de AFM naar de Last en bijlage 1 daarbij):

i. De Verwijs Norm

Onder oud recht vereist artikel 5:20, eerste lid, aanhef en onder a, Wft dat er in reclame wordt vermeld dat er een prospectus algemeen verkrijgbaar is gesteld en waar dat prospectus kan worden verkregen (waarbij, in het geval van een hyperlink, specifiek moet worden doorverwezen naar het prospectus zelf en bijvoorbeeld niet naar een homepage) (**de Verwijs Norm**). De Verwijs Norm is onder huidig recht opgenomen in artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening en is door de AFM bij [A] onder de aandacht gebracht in het kader van de Voorlegfaciliteit, waarvan [A] gebruik heeft gemaakt. Bij de volgende e-mails en aanbiedingen heeft de AFM [A] gewezen op de Verwijs Norm en haar constatering dat de betreffende voorgelegde conceptreclames niet voldeden aan die norm:

- 1) e-mail van 30 november 2018 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 2) e-mail van 24 mei 2019 ten aanzien van [Fonds 2] (oud recht),
- 3) e-mail van 16 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (oud recht),
- 4) e-mail van 26 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht),
- 5) e-mail van 10 november 2020 ten aanzien van het [Fonds 5] (huidig recht), en
- 6) bij e-mail van 3 december 2020 ten aanzien van het [Fonds 5] (huidig recht).

ii. De Niet Misleidend Norm

Onder oud recht vereist artikel 5:20, eerste lid, aanhef en onder b, Wft dat reclame niet misleidend is (**de Niet Misleidend Norm**). De Niet Misleidend Norm is onder huidig recht opgenomen in artikel

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	9 van 29

22, derde lid, Prospectusverordening. Door de AFM is de norm bij [A] onder de aandacht gebracht in het kader van de Voorlegfaciliteit. Bij de volgende e-mails en aanbiedingen heeft de AFM [A] gewezen op de Niet Misleidend Norm en haar constatering dat de betreffende voorgelegde conceptreclames niet voldeden aan die norm:

- 1) e-mail van 30 november 2018 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 2) e-mail van 24 mei 2019 ten aanzien van [Fonds 2] (oud recht),
- 3) e-mail van 16 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (oud recht), en
- 4) bij e-mail van 26 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht).

iii. De Reclame Herkenbaar Norm

Onder oud recht vereist artikel 5:20, eerste lid, aanhef en onder b, Wft dat reclame als zodanig herkenbaar is. Onder huidig recht is die eis opgenomen in artikel 22, derde lid, Prospectusverordening, die een nadere uitwerking kent in artikel 14, eerste lid, aanhef en onder a, GV 2016/301. Laatstgenoemde bepaling vereist dat het woord 'reclame' op een in het oog springende manier wordt opgenomen in de reclame en, in het geval van mondelinge verspreiding, dat het doel ervan aan het begin van het bericht duidelijk wordt gemaakt (**de Reclame Herkenbaar Norm**). Door de AFM is de Reclame Herkenbaar Norm bij [A] onder de aandacht gebracht in het kader van de Voorlegfaciliteit. Bij de volgende e-mails en aanbiedingen heeft de AFM [A] gewezen op de Reclame Herkenbaar Norm en haar constatering dat de betreffende voorgelegde conceptreclames niet voldeden aan die norm:

- 1) e-mail van 16 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht), en
- 2) bij e-mail van 26 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht).

iv. De Materieel Evenwichtig Norm

Onder oud recht is artikel 5:20, tweede lid, Wft een implementatie van artikel 15, vierde lid, Prospectusrichtlijn, waarvan artikel 12, aanhef en onder c, GV 2016/301 een nadere uitwerking is. In de Wft-bepaling is, kort gezegd, opgenomen dat een mondelinge of schriftelijke mededeling die betrekking heeft op een aanbieding van effecten in overeenstemming moet zijn met het prospectus (de Prospectusrichtlijn spreekt van 'stroken met'). De GV 2016/301-bepaling regelt vervolgens dat bedoelde mededeling geen materieel onevenwichtig beeld mag geven van de informatie in het prospectus door (bijvoorbeeld) 'weglating of de minder prominente presentatie van negatieve aspecten van dergelijke informatie dan de positieve aspecten' (**de Materieel Evenwichtig Norm**). Onder huidig recht is de Materieel Evenwichtig Norm opgenomen in artikel 16, eerste lid, aanhef

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	10 van 29

en onder c, van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/979 (**GV 2019/979**)¹² wat een nadere uitwerking is van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening.

De AFM heeft [A] bij brief van 20 september 2018 gewaarschuwd voor een door de AFM geconstateerde overtreding van de Materieel Evenwichtig Norm. Op 8 oktober 2018 is over die norm nog telefonisch contact geweest tussen de AFM en [A]. Dit naar aanleiding van een melding van [A] over haar reclame die niet aan de Materieel Evenwichtig Norm voldeed. Nadien is het nog herhaaldelijk noodzakelijk gebleken [A] te wijzen op de Materieel Evenwichtig Norm in het kader van de Voorlegfaciliteit. Bij de volgende e-mails en aanbiedingen heeft de AFM [A] gewezen op de norm en haar constatering dat de betreffende voorgelegde conceptreclames niet voldeden aan die norm:

- 1) e-mail van 30 november 2018 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 2) e-mail van 24 mei 2019 ten aanzien van [Fonds 2] (oud recht),
- 3) e-mail van 11 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 2] (oud recht),
- 4) e-mail van 16 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (oud recht),
- 5) e-mail van 26 juli 2019 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht), en
- 6) bij e-mail van 3 december 2020 ten aanzien van het [Fonds 5] (huidig recht).

26. Deze veelvuldige en herhaaldelijke normoverdracht, verspreid over meerdere jaren, heeft niet het door de AFM beoogde effect gehad. [A] heeft in de periode van deze normoverdracht immers herhaaldelijk die normen overtreden, zoals uitgebreid toegelicht in paragraaf 3 van de Last:

i. De Verwijs Norm

De AFM heeft geconstateerd dat [A] de Verwijs Norm in zes verschillende reclames heeft overtreden op:¹³

- 1) [datum] met Vraaggesprek 1 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 2) [datum] met Gesponsord Artikel 1 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),

¹² Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/979 van de Commissie van 14 maart 2019 houdende aanvulling van Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende essentiële financiële informatie in de samenvatting van een prospectus, de publicatie en classificatie van prospectussen, reclame voor effecten, aanvullingen van een prospectus, en het kennisgevingsportaal, en tot intrekking van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 382/2014 van de Commissie en Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/301 van de Commissie.

¹³ De in 1) tot en met 22) opgenomen data heeft dezelfde betekenis als de in kolommen twee, vier en zes opgenomen data van de tabel in randnummer 16.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	11 van 29

- 3) [datum] met Gesponsord Artikel 2 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 4) [datum] met Gesponsord Artikel 3 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 5) [datum] met Gesponsord Artikel 5 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht), en
- 6) op [datum] met Vraaggesprek 3 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht).

ii. De Niet Misleidend Norm

De AFM heeft geconstateerd dat [A] de Niet Misleidend Norm in vier verschillende reclames heeft overtreden op:

- 7) [datum] met Gesponsord Artikel 1 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 8) [datum] met Gesponsord Artikel 2 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 9) [datum] met Gesponsord Artikel 3 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht), en
- 10) op [datum] met Vraaggesprek 2 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht).

iii. De Reclame Herkenbaar Norm

De AFM heeft geconstateerd dat [A] de Reclame Herkenbaar Norm in vier verschillende reclames heeft overtreden op:

- 11) [datum] met de Nieuwsbrief ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht),
- 12) [datum] met Vraaggesprek 2 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht),
- 13) [datum] met Vraaggesprek 3 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht), en
- 14) op [datum] met Vraaggesprek 3 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht).

iv. De Materieel Evenwichtig Norm

De AFM heeft geconstateerd dat [A] de Materieel Evenwichtig Norm in acht verschillende reclames heeft overtreden op:

- 15) [datum] met Vraaggesprek 1 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 16) [datum] met Gesponsord Artikel 1 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 17) [datum] met Gesponsord Artikel 2 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 18) [datum] met Gesponsord Artikel 3 ten aanzien van [Fonds 1] (oud recht),
- 19) [datum] met Vraaggesprek 2 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht),
- 20) [datum] met Gesponsord Artikel 4 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht),
- 21) [datum] met Vraaggesprek 3 ten aanzien van [Fonds 2] (huidig recht), en

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	12 van 29

22) op [datum] met Vraaggesprek 3 ten aanzien van [Fonds 3] (huidig recht).

27. Daarnaast heeft [A] op [datum] met de Nieuwbrief artikel 22, derde lid, Prospectusverordening in samenhang met artikel 14, eerste lid, aanhef en onder b, GV 2019/979 overtreden. Daarbij is kort gezegd de norm gesteld dat in reclame een verklaring moet worden opgenomen dat de goedkeuring van het prospectus niet mag worden beschouwd als aanprijzing van de aangeboden effecten. Een dergelijke verklaring was niet opgenomen in de Nieuwsbrief.
28. Naar het oordeel van de AFM schetsen de in randnummers 25 tot en met 27 beschreven normoverdracht en scala aan overtredingen een duidelijk beeld dat [A] onvoldoende aandacht heeft voor de naleving van de reclameregels. Gelet op het grote belang van die naleving, zoals in randnummer 23 uiteengezet, hecht de AFM er groot belang aan [A] te dwingen tot naleving van de reclameregels en daarmee het stelselmatig overtreden van die regels een halt toe te roepen.
29. Het aangewezen middel tot dwang is hier de last onder dwangsom gericht op het voorkomen van herhaling van de overtredingen. Voor het aannemen van de bevoegdheid tot het opleggen daarvan is op basis van vaste jurisprudentie vereist dat de eerdere overtreding heeft plaatsgevonden en gevaar voor herhaling voor de hand ligt.¹⁴ Daarvan is sprake. Zoals blijkt uit randnummer 26, zijn er (zelfs veelvuldig) eerdere overtredingen begaan en [A] biedt als beheerder met regelmaat effecten aan. Zeker in relatie tot het hierboven beschreven gedrag van [A] met betrekking tot de niet-zelfstandige naleving van de reclameregels ligt herhaling voor de hand.¹⁵ De overtredingen worden niet door [A] betwist. Uitzondering daarop vormen de overtredingen van de Materieel Evenwichtig Norm en een drietal passages uit Vraaggesprek 1, waarvan [A] stelt dat die passages niet als een aanprijzing kwalificeren. In paragraaf **IV.D** respectievelijk **IV.C** gaat de AFM daarop in.
30. Voorts kunnen de omstandigheden ten tijde van het opleggen van de Last op één lijn worden gesteld met de omstandigheden ten tijde van de verschillende overtredingen.¹⁶ Zoals uit de normoverdracht van 10 november en 3 december 2020 blijkt,¹⁷ past [A] ook eind 2020 nog steeds niet zelfstandig de reclameregels toe (althans niet in haar conceptreclame), ondanks veelvuldige en herhaaldelijke

¹⁴ Zie CBB 13 november 2018, ECLI:NL:CBB:2018:602, r.o. 4.4.2, waarbij de Afdeling zich overigens heeft aangesloten, zie ABRvS 31 maart 2021, ECLI:NL:RVS:2021:659, r.o. 3.3.

¹⁵ Zie CBB 27 oktober 2009, ECLI:NL:CBB:BK1424, r.o. 5.5: *“Dit is anders indien de last strekt ter voorkoming van herhaling van een overtreding die (...) is aan te merken als een herhaling van een eerdere overtreding en waarbij gevaar voor herhaling voor de hand ligt. In dat geval is voor het aannemen van de bevoegdheid om de last op te leggen niet vereist dat klaarblijkelijk gevaar voor overtreding bestaat, maar volstaat – voor het aannemen van die bevoegdheid – dat de eerdere overtreding heeft plaatsgevonden.”* (onderstreping toegevoegd AFM).

¹⁶ Zie CBB 13 november 2018, ECLI:NL:CBB:2018:602, r.o. 4.4.2.

¹⁷ Zie bijlagen 1G en 1H bij de Last.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	13 van 29

normoverdracht. Hierbij is tekenend dat [A] in randnummer 3.9 van het Aanvullend Bezwaarschrift opneemt dat zij *“steeds (twee jaar lang)”* moet bepalen of haar uitingen kwalificeren als reclame. [A] verwijst hierbij kennelijk naar de looptijd van de Last van twee jaar en miskent daarmee dat zij *altijd* moet bepalen of haar uitingen kwalificeren als reclame. [A] dient immers altijd de reclameregels toe te passen, ongeacht of de AFM haar daartoe dwingt met een last onder dwangsom.

31. [A] heeft tot slot geen omstandigheden aangedragen, waaruit zou blijken dat gevaar voor herhaling van de verschillende overtredingen niet aanwezig is.¹⁸ Het daartoe met de Zienswijze overgelegde Reclame-Beleid van [A] kan niet als zodanig worden beschouwd. Dat beleid is immers op zichzelf niet voor alle normen concreet genoeg en voor specifieke informatie wordt verwezen naar de afdeling legal, die ten aanzien van alle reclame haar goedkeuring moet hebben afgegeven alvorens die reclame kan worden gepubliceerd.¹⁹ Dat heeft er niet toe geleid dat de op 26 oktober 2020 en 16 november 2020 in het kader van de Voorlegfaciliteit overgelegde conceptreclames wel voldeden aan de reclameregels.²⁰
32. Gelet op randnummers 23 tot en met 31, heeft de AFM er groot belang aan gehecht de naleving van de reclameregels door [A] af te dwingen. Daartoe heeft zij de Last opgelegd. Bij het vaststellen van de hoogte van de dwangsom, het maximaal te verbeuren bedrag en de duur van de Last heeft de AFM, ook na heroverweging, rekening gehouden met de zwaarte en aard van de overtredingen die stelselmatig zijn begaan. Daarbij zijn de omvang van de verschillende aanbiedingen, de marketingkosten en het bedrijfsresultaat van [A] meegewogen in relatie tot het beoogde effect van de Last. Tevens heeft de AFM rekening gehouden met de omstandigheid dat er meerdere overtredingen per aanbieding zijn begaan.
33. Bij het opleggen van de Last aan [A] heeft de AFM medegedeeld dat [A] niet langer gebruik kan maken van de Voorlegfaciliteit. De veelvuldige en herhaaldelijk normoverdracht leidt immers niet tot het gewenste effect ten aanzien van [A]: de zelfstandige naleving van de reclameregels. Dat geeft voor de AFM ook na heroverweging reden [A] met de Last te dwingen tot *zelfstandige* naleving. Daarbij past het uiteraard niet dat [A] nog steeds van de Voorlegfaciliteit gebruik zou kunnen maken. Inmiddels verkeert [A] daarmee niet in een bijzondere positie, gelet op de in randnummer 24 beschreven beperking op de toegankelijkheid van de Voorlegfaciliteit, waarbij tevens geldt dat de [A] wel, onder voorwaarden (zie randnummer 18), vragen aan de AFM kan stellen.

¹⁸ Zie CBB 27 oktober 2009, ECLI:NL:CBB:BK1424, r.o. 5.6.

¹⁹ Zie Reclame-Beleid, p.2.

²⁰ Deze conceptreclames lagen ten grondslag aan de normoverdracht van de AFM op 10 november en 3 december 2020, zie ook Last, p. 53.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	14 van 29

34. De AFM zal hieronder ingaan op de gronden van bezwaar.

A. Onduidelijkheid Last en ontbreken grondslag

35. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 36 tot en met 39 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van [A] en niet dat van de AFM.

36. De Last is opgelegd voor overtreding van artikel 22, tweede, derde en vierde lid, Prospectusverordening. Daarbij heeft de AFM in de Last toegelicht dat met een overtreding wordt bedoeld:

“elke zelfstandige reclame-uiting via televisie, radio, internet, nieuwsbrieven, dagbladen etc. die niet voldoet aan de in de last onder dwangsom geformuleerde gedragslijn”²¹ (onderstreping toegevoegd, AFM)

37. Hieruit zou volgen dat de Last alleen betrekking heeft op overtreding van de genoemde bepalingen ten aanzien van reclame. Voorafgaand aan de in voorgaand randnummer aangehaalde passage, is in de Last echter het volgende opgenomen:

“De last strekt er tevens toe dat met betrekking tot alle mondelinge en schriftelijke uitingen behorende bij aanbiedingen van effecten en/of noteringen van effecten aan een gereguleerde markt waarbij een goedgekeurd prospectus wordt gepubliceerd, ook als deze niet voor reclamationdoeleinden worden verstrekt, dat deze uitingen stroken met de informatie die in het desbetreffende prospectus wordt verstrekt (waarbij de uitingen geen onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus geeft).”²² (onderstreping toegevoegd, AFM)

38. Door de Last enerzijds alleen van toepassing te laten zijn ten aanzien van reclame en anderzijds de Last toch ook van toepassing te laten zijn als het geen reclame betreft, is de Last onduidelijk. De Last kan daarom niet in stand blijven.
39. Voorts ontbreekt het de Last aan feitelijk grondslag, indien de Last ook van toepassing zou zijn ten aanzien van ‘alle in mondelinge of schriftelijke vorm meegedeelde informatie’ als bedoeld in artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening. De overtredingen die de AFM heeft geconstateerd, zien immers uitsluitend op reclame en niet op meegedeelde informatie anderszins.

²¹ Zie Last, p. 56.

²² Zie Last, p. 56.

Datum 14 juli 2021
Ons kenmerk [...]
Pagina 15 van 29

Reactie AFM

40. De AFM stelt voorop dat de Last alleen ziet op reclame, gelet op haar toelichting in paragraaf 5.1 van de Last over wat zij met ‘overtreding’ heeft bedoeld (zoals weergegeven in volgend randnummer). Gelet op de in randnummer 2 weergegeven passage uit dezelfde paragraaf van de Last, begrijpt de AFM evenwel dat er bij [A] verwarring is ontstaan over de vraag of de Last ten aanzien van overtreding van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening ook ziet op informatie die niet kwalificeert als reclame. De AFM heeft in paragraaf 5.1 van de Last de tekst van genoemd vierde lid *de facto* slechts aangehaald en niet dusdanig toegeschreven op het onderhavig geval, opdat die alleen ziet op reclame. Hetzelfde geldt voor de eerste alinea onder paragraaf 5.2 van de Last. Ook daar is niet toegeschreven op alleen reclame.
41. De ontstane verwarring geeft naar het oordeel van de AFM echter geen reden de Last te herroepen. Alhoewel dit duidelijker had gekund, meent de AFM dat uit de Last genoegzaam blijkt dat die enkel ziet op reclame. Als de norm van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening zou zijn overtreden ten aanzien van informatie die niet als reclame kwalificeert, zou die overtreding immers niet tot het verbeuren van een dwangsom hebben geleid. De Last luidt immers:

“De dwangsom voor iedere afzonderlijke overtreding van artikel 22, tweede, derde, en vierde lid, Prospectusverordening bedraagt € 50.000 per zelfstandige overtreding tot een maximum van € 500.000. (...)

Met een overtreding wordt bedoeld elke zelfstandige reclame-uiting(...)”²³

42. Nu er enkel sprake kan zijn van verbeurte bij een overtreding ten aanzien van reclame, ziet de Last enkel op reclame en kan het door [A] gestelde gebrek aan grondslag onbesproken blijven. Heroverweging leidt dus niet tot een ander oordeel. Wel moeten de onder randnummer 2 aangehaalde passage en de eerste alinea onder paragraaf 5.2 van de Last worden gelezen als enkel betrekking hebbend op reclame.

B. De Last is in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel

43. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 44 tot en met 54 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van [A] en niet dat van de AFM.

²³ Last, p. 56.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	16 van 29

1. Algemeen

44. De Last is in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel. De begrippen ‘reclame’, ‘niet misleidend’ en ‘materieel onevenwichtig’ die in de Last worden gebruikt, zijn onvoldoende duidelijk om met zekerheid de reikwijdte van die begrippen vast te stellen. Bovendien strookt de uitleg van de AFM van de begrippen reclame en materieel onevenwichtig niet met die van de Europese wetgever. Dit wordt hieronder per begrip toegelicht.
45. Gelet op voorgaand randnummer, kan [A] niet meer doen dan een eigen inschatting maken en is zij volledig afhankelijk van het oordeel van de AFM wat zij op voorhand niet kan kennen, zeker nu zij niet langer van de Voorlegfaciliteit gebruik kan maken. Hierdoor kan [A] niet met zekerheid bepalen of zij aan de Last voldoet. Dat de feiten die hebben geleid tot de constatering van overtreding van de Niet Misleidend Norm en de Materieel Evenwichtig Norm, naar het oordeel van de AFM, eenduidig zouden zijn, maakt dit niet anders. De Last is immers op toekomstige reclame gericht, waarbij de eenduidigheid van betrokken feiten geenszins vaststaat.

2. Reclame

46. De AFM legt het begrip reclame als bedoeld in artikel 2, onder k, Prospectusverordening onjuist uit, door die uitleg te baseren op de definitie van reclame-uiting in artikel 1:1 Wft. Beide definities verschillen echter van elkaar. Het begrip in de Prospectusverordening spreekt immers van een mededeling die betrekking heeft op een ‘specifieke aanbieding van effecten’, terwijl het begrip in de Wft ziet op een ‘bepaald product of financiële dienst’. Het verschil zit hem erin dat een bepaald product bijvoorbeeld kan zien op de mogelijkheid van deelneming in [...] in het algemeen, terwijl het bij een specifieke aanbieding gaat om de mogelijkheid tot deelneming in een specifiek fonds. Doordat de AFM geen rekening houdt met dit verschil, is haar uitleg van het begrip reclame in strijd met Europees recht. Tevens is de reikwijdte van dat begrip daardoor voor [A] onduidelijk.
47. Voorts heeft de AFM in de Last een ruime uitleg gehanteerd van het begrip reclame en maakt zij daarbij gebruik van de term ‘aanprijzing’. Die term is echter afkomstig uit de definitie van ‘reclame-uiting’ in artikel 1:1 Wft en komt niet voor in de definitie van reclame in de Prospectusverordening. Op grond waarvan die term toch bij de uitleg zou mogen worden gehanteerd, kennelijk als invulling van het in de Prospectusverordening gebruikte ‘promoten’, is [A] onduidelijk.
48. Uit randnummers 46 tot en met 48 volgt dat de invulling van het begrip reclame tot discussie leidt, waardoor die invulling niet op voorhand voor [A] kenbaar is. De Beleidsregel Informatieverstrekking

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	17 van 29

van 31 december 2018 van de AFM,²⁴ de website van de AFM, nieuwsbrieven, een presentatie en de reeds gegeven uitvoerige beoordeling van (concept)reclame, geven daarbij onvoldoende steun om onder alle omstandigheden tot een eenduidige invulling te komen. Reclame kan zich immers in vele vormen voordoen en de AFM heeft onvoldoende gemotiveerd waarom de reikwijdte van het begrip reclame voor [A] duidelijk zou moeten zijn. [A] kan dus niet met zekerheid vaststellen of de, in de toekomst, door haar te verspreiden informatie reclame zal zijn.

3. Misleidend

49. De Niet Misleidend Norm is een open norm die subjectieve componenten kent, hetgeen de AFM erkent. De Niet Misleidend Norm is onvoldoende concreet en toetsbaar. De Beleidsregel Informatieverstreking geeft hierbij onvoldoende toelichting. Onder paragraaf 6.2.2 van die beleidsregel wordt immers benoemd dat als het beeld wat bepaalde informatie wekt niet in overeenstemming is met de werkelijkheid er sprake van misleiding *kan zijn*. In paragraaf 9.2 worden verder voorbeelden genoemd van *mogelijke* misleiding. Kennelijk hangt het dus van de concrete omstandigheden af of bepaalde informatie ook daadwerkelijk misleidend is. [A] kan daarom niet op voorhand bepalen welke interpretatie de AFM zal hanteren ten aanzien van die thans nog onbekende omstandigheden. [A] kan dus niet met zekerheid vaststellen of de, in de toekomst, door haar te verspreiden informatie misleidend zal zijn.
50. In dit kader zij nog opgemerkt dat de AFM in paragraaf 4 van de Last ten onrechte stelt dat [A] beleggers heeft misleid. Blijkens de Last heeft de AFM daarnaar geen onderzoek gedaan. De stelling moet daarom vervallen en de Last kan geen standhouden op dit punt.

4. Materieel onevenwichtig

51. De AFM hanteert een verkeerde uitleg van het begrip materieel onevenwichtig. In de Beleidsregel Informatieverstreking wordt immers niet uitgelegd wat de AFM onder materieel onevenwichtig verstaat. Er wordt enkel een uitleg gegeven van het begrip 'onevenwichtig'. Die uitleg wordt gegeven in relatie tot de norm van artikel 4:19, tweede lid, Wft, waarin kort gezegd is bepaald dat door een financiële onderneming verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn. De AFM hanteert hiermee dezelfde uitleg voor het begrip 'materieel onevenwichtig' als voor het begrip 'evenwichtig'. Dat is in strijd met de interpretatiemethoden van het Europees recht. Er bestaat immers een grammaticaal verschil tussen beide begrippen. Aan de Materieel Evenwichtig Norm kan immers worden voldaan, ook als er sprake is van onevenwichtige informatie. Alleen als de informatie

²⁴ Zie *Stcrt.* 2018/72699.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	18 van 29

materieel onevenwichtig is, wordt de Materieel Evenwichtig Norm geschonden. De AFM hanteert een lagere drempel dan de Europese wetgever heeft voorgeschreven.

52. Verder vereist jurisprudentie van het Hof van Justitie²⁵ dat Unierechtelijke bepalingen, zoals artikel 16, eerste lid, aanhef en onder c, GV 2019/979 (waarin de Materieel Evenwichtig Norm is opgenomen), autonoom en uniform worden uitgelegd. Door die norm, zoals de AFM doet, uit te leggen aan de hand van de nationale bepaling van artikel 4:19, tweede lid, Wft, handelt de AFM in strijd met het vereiste van het Hof van Justitie.
53. Daarnaast lijken de medewerkers van de AFM verschillend met de invulling van de Materieel Evenwichtig norm om te gaan, waarbij bovendien de norm van ‘onevenwichtig’ wordt toegepast en niet de norm van ‘materieel onevenwichtig. Ter illustratie de volgende terugkoppeling van de AFM aan [A]:²⁶

Per e-mail van 15 juli 2019:

“Omdat de negatieve kenmerken minder specifiek/gedetailleerd worden beschreven dan de positieve kenmerken (“[...]”) wordt een onevenwichtige presentatie van de informatie in het prospectus gegeven.” (onderstreping toegevoegd, AFM)

Per e-mail van 30 juli 2019:

“De veelvoud van de opsomming van risicofactoren maakt de weging van iedere genoemde risicofactor zwakker. Om in reclame tot een evenwichtige presentatie van de informatie in het prospectus te komen dienen de meest materiele [sic] risicofactoren te worden beschreven. Hierbij is het belangrijk dat niet alleen het resultaat, maar ook de risico’s die tot dit resultaat leiden worden beschreven.” (onderstreping toegevoegd, AFM)

54. Uit beide passages volgt dat de mening van AFM-medewerkers onderling sterk kan verschillen. De ene medewerker stelt immers dat risico’s specifiek of meer gedetailleerd moeten worden beschreven en de andere stelt dat risico’s juist alleen materieel moeten worden beschreven. Hieruit en uit voorgaande randnummers 51 en 52 volgt dat [A] niet met zekerheid kan vaststellen of in de toekomst door haar te verspreiden informatie materieel onevenwichtig zal zijn.

²⁵ [A] verwijst naar verschillende uitspraken van het Hof van Justitie, zie voetnoot 14 op p. 10 van het Aanvullend Bezwaarschrift.

²⁶ De betreffende e-mails zijn opgenomen in bijlagen bij het Aanvullende Bezwaarschrift.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	19 van 29

Reactie AFM

1. Algemeen

55. De AFM is van oordeel dat de begrippen ‘reclame’, ‘misleidend’ en ‘materieel onevenwichtig’ voldoende duidelijk zijn. De uitleg die de AFM aan die begrippen geeft, is voorts juist. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is geen sprake. Voor het herroepen van de Last bestaat geen aanleiding. De AFM licht dat hieronder toe.
56. De Last ziet op overtreding van de Prospectusverordening, zijnde Unierecht. Jurisprudentie van het Hof van Justitie is daarom van belang. Als het gaat om het toetsen van wet- en regelgeving aan het rechtszekerheidsbeginsel is ‘voorzienbaarheid’ een belangrijk criterium. Het Hof van Justitie overweegt daarover als volgt:

“In that regard, it should be noted that the scope of the notion of foreseeability depends to a considerable degree on the content of the text at issue, the field it covers and the number and status of those to whom it is addressed. A law may still satisfy the requirement of foreseeability even if the person concerned has to take appropriate legal advice to assess, to a degree that is reasonable in the circumstances, the consequences which a given action may entail. In addition, as the Parliament contends, the principle of legal certainty does not preclude Union law from conferring discretion on the competent authority or using undetermined legal concepts which must be interpreted and applied to the case concerned by that authority, without prejudice to review by the EU Courts (...)”²⁷
(onderstreping toegevoegd, AFM)

57. Hieruit volgt dat de lat van rechtszekerheid niet zo hoog ligt als [A] kennelijk wel voorstaat. Ook als het inwinnen van juridisch advies noodzakelijk is of als er interpretatie van een bevoegde autoriteit wordt gebruikt, kan er nog steeds worden voldaan aan de eisen van voorzienbaarheid. Een ruim toepassingsbereik is evenzeer geoorloofd, nu op voorhand niet altijd is te voorzien op welke wijze de met een norm te beschermen belangen in de toekomst zullen worden geschonden. Daarbij is zelfs een zekere vaagheid toegestaan. De Afdeling overweegt in dit kader:

“Zoals de Afdeling eerder heeft overwogen (...) verlangt het lex certa-beginsel, dat onder meer besloten ligt in artikel 7 van het EVRM, van de wetgever dat hij met het oog op de rechtszekerheid op een zo duidelijk mogelijke wijze de verboden gedragingen omschrijft. Daarbij moet niet uit het oog worden verloren dat de wetgever soms met een zekere vaagheid, bestaande uit het gebruik

²⁷ HvJ 25 november 2020, ECLI:NL:EU:2020:560, r.o. 68.

Datum 14 juli 2021
Ons kenmerk [...]
Pagina 20 van 29

*van algemene termen, verboden gedragingen omschrijft om te voorkomen dat gedragingen die strafwaardig zijn buiten het bereik van die omschrijving vallen. Die vaagheid kan onvermijdelijk zijn, omdat niet altijd te voorzien is op welke wijze de te beschermen belangen in de toekomst zullen worden geschonden en omdat, indien dit wel is te voorzien, de omschrijvingen van verboden gedragingen anders te verfijnd worden met als gevolg dat de overzichtelijkheid wegvalt en daarmee het belang van de algemene duidelijkheid van wetgeving schade lijdt.*²⁸ (onderstreping toegevoegd, AFM)

58. Voorts geldt dat de duidelijkheid van een bepaling niet afhangt van de vraag of de betrokken toezichthouder direct uitsluitel kan geven over de reikwijdte ervan. De wet dient immers te worden toegepast, ongeacht of die toezichthouder toelichting daarop geeft. Het CBb overweegt:

*“Marktpartijen dragen een eigen verantwoordelijkheid om zich aan de wet te houden, ook als de toezichthouder niet onmiddellijk uitsluitel kan geven.”*²⁹

59. Hieruit volgt dat het beweerdelijke ‘met zekerheid kunnen vaststellen’ niet het relevante criterium is in relatie tot het rechtszekerheidsbeginsel. [A] is ook niet afhankelijk van de interpretatie van de AFM. [A] dient zelf onderzoek te doen naar de reikwijdte van wet- en regelgeving en dient zich daaraan te houden. Voor zover zij niet in staat is dat onderzoek te doen, dient zij juridisch advies in te winnen. Daarbij geldt dat de AFM toezichthouder is en geen adviseur van de markt.
60. Bovendien geeft [A] er blijk van de vele toelichting van de AFM met betrekking tot de reclameregels niet ter harte te nemen. Uit randnummers 10 tot en met 15 en 25, en uit de meer uitgebreide weergave in bijlage 1 bij de Last, blijkt helder dat de AFM veelvuldig een verscheidenheid van reclameregels heeft toegelicht aan [A] in aanvulling op de uitvoerige toelichting die de AFM geeft in haar Beleidsregel Informatieverstrekking en in aanvulling op de toelichting op haar website. [A] is het klaarblijkelijk (deels) oneens met die toelichting en kiest ervoor die toelichting (deels) te negeren, getuige het scala aan overtredingen als beschreven in randnummers 26 en 27. Dat is haar eigen keuze geweest en zij dient daar verantwoordelijkheid voor te dragen.
61. [A] verdere toegang bieden tot de Voorlegfaciliteit heeft geen meerwaarde in het licht van het voorgaande. Met de Voorlegfaciliteit wordt kennis overgedragen, met het doel dat zelfstandige toepassing van de reclameregels wordt bereikt. Bij [A] is dat doel na jaren nog niet behaald. Daarom heeft de AFM de Last opgelegd en de Voorlegfaciliteit in toegankelijkheid beperkt (hetgeen zij ook

²⁸ ABRvS 9 juli 2014, ECLI:NL:RVS:2014:2493, r.o. 7.1.

²⁹ CBb 15 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:67, r.o. 2.4.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	21 van 29

voor overige marktpartijen heeft gedaan).³⁰ Overigens kan [A], onder voorwaarden, nog steeds vragen voorleggen aan de AFM (zie randnummer 18).

62. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is derhalve geen sprake. De gestelde niet-vaststaande eenduidigheid van toekomstige gedragingen van [A], die mogelijk als overtreding kwalificeren, is daarbij irrelevant. De rechtspraak laat immers een ruim toepassingsbereik en een zekere mate van vaagheid toe. Los hiervan geldt dat [A] als marktpartij zelf verantwoordelijk is voor haar toekomstige gedragingen en er zelf voor kan kiezen om toekomstige (concept) reclame-uitingen, met in het licht van de Last, te laten toetsen door haar externe juridische adviseur. Mocht er na het inwinnen van genoemd juridisch advies nog immer in een concrete casus een specifieke vraag bestaan, dan kan zoals in randnummer 18 uiteengezet, contact worden opgenomen met de AFM. Hieronder licht de AFM per aangedragen begrip toe dat zij voldoende duidelijk is, de AFM daarover heldere toelichting heeft gegeven en dat haar uitleg van dat begrip juist is.

2. Reclame

63. [A] erkent dat reclame zich in vele verschillende vormen kan manifesteren. Gelet op de gedachte weergegeven in de hierboven aangehaalde uitspraak van de Afdeling, is het begrip reclame-uiting door de wetgever breed geformuleerd in artikel 1:1 Wft:

“iedere vorm van informatieverstrekking die dient ter aanprijzing van of een wervend karakter kent ter zake van een bepaalde financiële dienst of een bepaald financieel product”

64. Deze bepaling heeft de AFM in haar Beleidsregel Informatieverstrekking uitvoerig toegelicht, waarvan [A] ook op de hoogte is. Daarbij stelt de AFM voorop dat het gaat om een ruim begrip, wat zij ook ruim uitlegt. De definitie van reclame-uiting in de Wft is echter niet de definitie, waarop de AFM zich dient te baseren ten aanzien van de reikwijdte van de reclameregels onder de Prospectusverordening. Die reikwijdte wordt immers op grond van die verordening bepaald en niet op grond van de Wft. In de verordening is het begrip reclame ook anders geformuleerd dan in de Wft. In artikel 2, onder k, Prospectusverordening is bepaald:

³⁰ Met uitzondering van aanbieders van effecten die voor het eerst betrokken zijn bij een prospectusplichtige aanbieding.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	22 van 29

“een mededeling met beide volgende kenmerken:

- i. betrekking heeft op een specifieke aanbieding van effecten aan het publiek of op een toelating tot de handel op een gereguleerde markt;*
- ii. er specifiek op gericht is de mogelijke inschrijving op of aankoop van effecten te promoten;”*

65. Hoewel anders geformuleerd, is de materiële betekenis van beide bepalingen gelijk. Of er nu wordt gesproken van een bepaald financieel product of een specifieke aanbieding van effecten, maakt geen (inhoudelijk) verschil. De woorden ‘bepaald’ en ‘specifiek’ hebben in normaal spraakgebruik immers een in zeer hoge mate overeenkomende betekenis.³¹ Dat er licht tussen beide woorden zou bestaan in dusdanige mate dat er sprake is van een inhoudelijk verschil, kan de AFM derhalve niet volgen. Dat in de definitie van reclame in de verordening wel wordt gesproken van een ‘aanbieding’ en in de definitie van reclame-uiting in de Wft niet, is in het kader van de Last niet van (materieel) belang. Bij elk van de 23 overtredingen is er immers sprake geweest van een aanbieding van effecten.³² Het moet in al die 23 gevallen voor [A] volstrekt duidelijk zijn geweest dat het telkens om reclame ging. Tot slot acht de AFM geen inhoudelijk onderscheid aanwezig tussen ‘aanprijzing’ in de Wft en ‘promoten’ in de Prospectusverordening. Ook hier gaat het om twee woorden die in het normaal spraakgebruik een zeer hoge mate van gelijkenis kennen in hun betekenis.³³ Bovendien heeft de Europese wetgever het woord aanprijzing op gelijksoortige wijze gebruikt in artikel 14, eerste lid, aanhef en onder b, GV 2019/979, waaruit de gedachte volgt dat de goedkeuring van het prospectus niet mag worden gebruikt om de aangeboden effecten begeerlijk te maken.
66. Uit voorgaand randnummer volgt dat de definitie van reclame in de Prospectusverordening geen materieel onderscheid kent met de definitie van reclame-uiting in de Wft. Die laatste definitie heeft de AFM uitvoerig toegelicht in de Beleidsregel Informatieverstrekking. Dat zij die toelichting analoog toepast bij haar uitleg van het begrip reclame, leidt er derhalve geenszins toe dat de AFM een onjuiste uitleg van dat begrip hanteert. Voorts is die uitleg niet in strijd met Europees recht. Het beginsel van autonome en uniforme uitleg van Europees recht wordt door de AFM erkend. Echter, meer bronnen daarvoor in het Europees recht dan meergenoemd onderdeel k van artikel 2 Prospectusverordening, zijn niet beschikbaar en ook niet door [A] aangedragen. Gelet op de in randnummer 56 aangehaalde overweging van het Hof van Justitie, is de AFM op haar eigen

³¹ De Van Dale definieert ‘bepaald’ onder meer als ‘in het bijzonder op iets gericht’ en definieert ‘specifiek’ onder meer als ‘nauwkeurig aangewezen’ (vandale.nl).

³² Zie randnummer 26 en 27 hierboven.

³³ Op synoniemen.net wordt ‘aanprijzing’ zelfs als synoniem weergegeven van ‘promoten’, onder verwijzing naar F. Bakker e.a., *Op-en-Top Nederlands*, ISBN: 9789402138665.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	23 van 29

interpretatie aangewezen. Die heeft zij dan ook opgesteld met de Beleidsregel Informatieverstreking, die zij analoog toepast³⁴ en de reikwijdte van het begrip reclame heeft zij met voorbeelden geïllustreerd op haar website.³⁵ Dat hierbij sprake zou zijn van onduidelijkheid kan de AFM niet volgen. Van een dusdanige onduidelijkheid dat buiten de grenzen wordt getreden die de Afdeling heeft aangelegd met de in randnummer 57 aangehaalde overweging, is dan ook geen sprake. Evenmin is sprake van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel.

3. Misleidend

67. Ook misleiding kent vele verschijningsvormen. Daarom is ook ten aanzien van de Niet Misleidend Norm een ruim toepassingsbereik gecreëerd. In het bijzonder geldt hier het belang van beleggers om een beleggingsbeslissing te baseren op juiste en duidelijke informatie. Misleiding doet daaraan sterk afbreuk en is in zijn vele verschijningsvormen niet op voorhand met exacte precisie te vangen. Gelet op de overwegingen van de Afdeling, aangehaald in randnummer 57, bestaat daartoe ook geen noodzaak. Voorts heeft de AFM ook het begrip misleiding uitvoerig toegelicht in de Beleidsregel Informatieverstreking, specifiek met betrekking tot de reclameregels in het reeds vervallen artikel 5:20 Wft. Dat artikel vertoont ten aanzien van de Niet Misleidend Norm geen verschil met die norm op grond van artikel 22, derde lid, Prospectusverordening. Ook hier is daarom analoge toepassing van de Beleidsregel Informatieverstreking aangewezen.
68. De AFM ziet niet in dat haar toelichting in de Beleidsregel Informatieverstreking niet duidelijk zou zijn. De verwijzing van [A] naar paragraaf 6.2.2 van die beleidsregel maakt dat niet anders. In die paragraaf is inderdaad opgenomen dat als het beeld wat bepaalde informatie wekt niet in overeenstemming is met de werkelijkheid, er dan sprake van misleiding *kan zijn*. Dat leidt echter niet tot onduidelijkheid, gelet op de vele verschijningsvormen die misleiding kan hebben. Daarbij komt dat in dezelfde paragraaf 6.2.2 een veelheid aan voorbeelden is opgenomen, waarbij sprake *is* van misleiding. Ten aanzien van de overtredingen genoemd in randnummer 26.ii zijn bovendien expliciet overeenkomende voorbeelden genoemd: het vergelijken van een belegging met een spaarproduct zonder het onderscheid in risico's duidelijk te maken en het ten onrechte presenteren van een

³⁴ Met de Beleidsregel Informatieverstreking is op 31 december 2018 door de AFM een feedbackstatement gepubliceerd in reactie op de consultatiereacties op de beleidsregel (te bereiken op www.afm.nl/nl-nieuws/2018/dec/beleidsregel-informatieverstreking). Daarin is door de AFM overwogen dat zij na inwerkingtreding van de Prospectusverordening zal bezien of zij de beleidsregel daarop zal aanpassen. In de beleidsregel is benoemd dat reclameregels in het kader van prospectussen met die inwerkingtreding niet meer in de Wft zullen staan. Gelet op het uitblijven van verschillen tussen beide regelgeving, past de AFM de beleidsregel logischerwijs analoog toe.

³⁵ Zie randnummer 15.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	24 van 29

rendement als vast of gegarandeerd (zie paragraaf 3.3 van de Last voor een uitgebreide toelichting hierop).

69. Verder heeft de AFM *specifiek* met betrekking tot de reclameregels in relatie tot prospectussen toelichting gegeven in de Beleidsregel Informatieverstreking. Dat is gebeurd in hoofdstuk 6 van die beleidsregel. Reeds daarom treft de verwijzing van [A] naar paragraaf 9.2 geen doel.
70. Gelet op randnummer 67 tot en met 69 ziet de AFM geen reden aan te nemen dat de reikwijdte van de Niet Misleidend Norm onduidelijk is. Zeker is die norm niet dusdanig onduidelijk dat er strijd zou zijn met het rechtszekerheidsbeginsel.
71. [...]

4. Materieel onevenwichtig

72. De AFM is van oordeel dat haar uitleg van de Materieel Evenwichtig Norm juist is en in overeenstemming is met Europees recht. Voorts is die norm ook duidelijk. De AFM brengt in herinnering dat de Materieel Evenwichtig Norm een uitwerking is van de hoofdnorm van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening, waaruit onder meer volgt dat reclame moet 'stroken' met de informatie die in het prospectus is opgenomen. De Materieel Evenwichtig Norm werkt dat nader uit door te vereisen dat de informatie in onder meer reclame niet materieel onevenwichtig mag zijn, bijvoorbeeld door kort gezegd positieve kenmerken prominenter weer te geven dan negatieve kenmerken. Ook hierbij geldt dat 'stroken met' en 'niet materieel onevenwichtig' vele verschijningsvormen kennen. Ook hier is daarom een ruim toepassingsbereik aangewezen. Om duiding te geven, heeft de AFM in paragraaf 6.2.3 van de Beleidsregel Informatieverstreking een toelichting gegeven ten aanzien van het in artikel 5:20, tweede lid, Wft (oud) gehanteerde 'in overeenstemming zijn met' (als oude implementatie van 'stroken met', zoals dat in de Prospectusrichtlijn werd gebruikt en in de Prospectusverordening wordt gebruikt) en daarbij voorbeelden genoemd die zij thans analoog toepast. Ook is veelvuldig toelichting hierop gegeven aan [A] in het kader van de Voorlegfaciliteit. De AFM ziet niet in wat daaraan onduidelijk zou zijn.
73. [A] baseert haar stelling dat de Materieel Evenwichtig Norm onduidelijk is, met name op de stelling dat de AFM de Materieel Evenwichtig Norm onjuist uitlegt: namelijk als 'slechts' evenwichtig. De AFM zou dat doen in de Beleidsregel Informatieverstreking in relatie tot de uitleg van de AFM van artikel 4:19, tweede lid, Wft. De stelling van [A] is onjuist, nu daarmee de opbouw van de Beleidsregel Informatieverstreking zou worden miskend. De AFM licht dat toe.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	25 van 29

74. Zoals in randnummer 69 aangegeven, heeft de AFM in de Beleidsregel Informatieverstrekking specifiek met betrekking tot prospectussen reclameregels toegelicht. Dat heeft de AFM gedaan in hoofdstuk 6 van de beleidsregel. De uitleg van de AFM met betrekking tot artikel 4:19, tweede lid, Wft is opgenomen in hoofdstuk 2 en is derhalve niet van toepassing op de Materieel Evenwichtig Norm. Hetzelfde geldt voor haar uitleg in paragraaf 6.2.2 van de beleidsregel. Daarin spreekt de AFM immers over ‘evenwichtig’ in relatie tot de Niet Misleidend Norm. De (hoofdnorm van de) Materieel Onevenwichtig Norm wordt echter enkel toegelicht in paragraaf 6.2.3 van de Beleidsregel Informatieverstrekking, waarmee de andere paragrafen waarnaar [A] verwijst, niet relevant zijn. Ten aanzien van paragraaf 6.2.3 heeft [A] voorts niets aangedragen waaruit onduidelijkheid zou blijken.
75. In het kader van voorgaand randnummer merkt de AFM overigens op dat de weergave van het wettelijk kader in de Last met betrekking tot de Materieel Evenwichtig Norm verwarrend kan zijn geweest voor [A]. In paragraaf 2.3.3 van de Last wordt in relatie tot de Materieel Evenwichtig Norm namelijk gewezen op paragrafen 2.2.3, 6.2.2 en 4.4 van de Beleidsregel Informatieverstrekking ten aanzien waarvan wordt gesteld:

“Deze norm is ook vastgelegd in artikel 22, derde lid, Prospectusverordening.”³⁶

76. Vervolgens wordt gesteld dat genoemd derde lid is uitgewerkt in artikel 16, eerste lid, onder c, GV 2019/979. Dat is onjuist: gelet op de aanhef van dat eerste lid, betreft het immers een uitwerking van artikel 22, *vierde* lid, Prospectusverordening. Deze onjuistheid neemt de AFM met deze beslissing op bezwaar graag weg: de Materieel Evenwichtig Norm moet worden onderscheiden van de Niet Misleidend Norm en daarmee vergelijkbare normen die in de Beleidsregel Informatieverstrekking worden toegelicht. De onjuistheid die in paragraaf 2.3.3 van de Last is opgenomen, geeft voor de AFM geen reden de Last te herroepen. Zij acht die onjuistheid van ondergeschikt belang, nu de AFM de Materieel Evenwichtig Norm wel inhoudelijk juist heeft toegepast in paragraaf 3.4 van de Last.
77. De stelling dat verschillende AFM medewerkers een verschillende uitleg van de Materieel Evenwichtig Norm zouden hanteren, is voorts onjuist. Het door [A] aangedragen en in randnummer 13 weergegeven voorbeeld, geeft geen grondslag voor de beweerde verschillende uitleg. De reclameregels vereisen immers onder meer dat risico’s, zijnde negatieve kenmerken, niet minder specifiek worden weergegeven dan positieve kenmerken *en* dat de weergave van risico’s strookt met de weergave van die risico’s in het prospectus (of daarmee overeenstemmen, zoals de beleidsregel hierover spreekt in paragraaf 6.2.3). In dat licht bezien verschillen de door [A] aangehaalde AFM-standpunten niet van elkaar, maar belichten zij andere verschijningsvormen van dezelfde norm van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening. Die norm kent immers in artikel 16, eerste lid, aanhef en

³⁶ Last, p. 16.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	26 van 29

onder c, GV 2019/979 de regel dat, kort gezegd, negatieve kenmerken niet onderbelicht mogen zijn in relatie tot een prominente weergave van positieve kenmerken. Artikel 16, eerste lid, Prospectusverordening vereist voorts onder meer opname in het prospectus van risico's van materieel belang, welke eis nader is uitgewerkt in richtsnoeren van ESMA.³⁷ Richtsnoer 3 daarvan bepaalt dat de materialiteit van een risicofactor duidelijk moet worden gemaakt in het prospectus. Die materialiteit ontbrak in grote mate in de conceptreclame waarop de e-mail van de AFM van 30 juli 2019 ziet (zie randnummer 12 respectievelijk 13), waardoor die reclame niet strookt met het prospectus, waarmee artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening zou worden overtreden. Dat geeft grondslag voor de gemaakte opmerking in die e-mail. Dat in beide e-mails wordt gesproken van '(on)evenwichtig' in plaats van 'materieel (on)evenwichtig', is hierbij van ondergeschikt belang. Het niet opnemen van het woord 'materieel' maakt immers de inhoudelijke toets die door de betreffende medewerkers is uitgevoerd niet anders. Die toets is in lijn met artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening en de uitwerking daarvan in artikel 16, eerste lid, aanhef en onder c, GV 2019/979.³⁸

78. Gelet op randnummers 72 tot en met 77, ziet de AFM geen reden aan te nemen dat de reikwijdte van de Materieel Evenwichtig Norm onduidelijk is. Evenmin is de uitleg van de AFM van de norm onjuist of in strijd met Europees recht. Mutatis mutandis geldt hierbij hetzelfde als hetgeen de AFM in randnummer 66 ten aanzien van het begrip 'reclame' heeft overwogen. Ook is geen sprake van een verschillende uitleg van die norm door medewerkers van de AFM. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is geen sprake.
79. De Last is niet in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel, zoals blijkt uit de conclusies in randnummers 66, 70 en 78. Herooverweging leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

C. Aanprijzing in Vraaggesprek 1

80. Ten aanzien van bepaalde passages uit Vraaggesprek 1 stelt [A] zich op het standpunt dat daarbij geenszins sprake is van een aanprijzing. Het zou daarbij slechts gaan om een feitelijke weergave van marktomstandigheden. Uit artikel 22 Prospectusverordening kan naar het oordeel van [A] ook niet worden afgeleid dat iedere algemene uitlating, bijvoorbeeld over de bezettingsgraad van het portfolio van [A], steeds kwalificeert als reclame. [A] haalt hierbij op de volgende wijze passages aan uit Vraaggesprek 1:

³⁷ 'Richtsnoeren betreffende risicofactoren in het kader van de prospectusverordening' van 1 oktober 2019, ESMA31-62-1293 NL.

³⁸ Hetzelfde geldt overigens voor het niet opnemen van het woord 'materieel' in de vierde en vijfde zin van de eerste alinea onder paragraaf 3.4 van de Last.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	27 van 29

“● [...]

● [...]

● [...]”³⁹

Reactie AFM

81. In paragraaf 3.2.3 van de Last heeft de AFM uitvoerig toegelicht waarom zij van oordeel is dat Vraaggesprek 1 reclame betreft. De kern daarbij is dat in Vraaggesprek 1 in hoofdzaak positieve kenmerken worden benoemd van de aanbieding in [Fonds 1]. Daarmee wordt die aanbieding begerlijk gemaakt, waardoor er sprake is van het aanprijzen of promoten van die aanbieding.
82. De door [A] aangehaalde passages als weergegeven in randnummer 80 betreffen ook zulke positieve kenmerken. Dat het overgrote deel van [...], zijn immers alle drie gunstig voor het rendement wat het [Fonds 1] maakt en daarmee positief voor beleggers. Ook het benoemen van deze kenmerken maakt derhalve dat de aanbieding in [Fonds 1] wordt aangeprezen of gepromoot. Dat de betreffende kenmerken ‘slechts’ een feitelijke weergave zouden zijn, kan de AFM derhalve niet volgen. Daarbij merkt de AFM overigens op dat een feitelijke weergave van een positief kenmerk, niet het positieve karakter van dat kenmerk ontnemt.
83. Uit het voorgaande volgt dat de door [A] aangehaalde passages uit Vraaggesprek 1 wel degelijk een aanprijzing betreffen. Voor zover [A] betoogt dat Vraaggesprek 1 geen reclame betreft, kan zij daarin daarom niet worden gevolgd. Heroverweging leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

D. Overtreding Materieel Evenwichtig Norm

84. In randnummer 4.24 van het Aanvullend Bezwaarschrift stelt [A] zich als volgt op het standpunt dat zij de Materieel Evenwichtig Norm niet heeft overtreden en dat de Last daarom geen stand kan houden:

“Ten slotte maakt [A] bezwaar tegen de constatering dat de reclame-uitingen niet zouden voldoen aan de norm uit artikel 16, lid 1, onder c Gedelegeerde Verordening nu een nadere onderbouwing

³⁹ Zie Aanvullend Bezwaarschrift, p. 5-6.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	28 van 29

hiervan ontbreekt. [A] betwist dat zij deze norm heeft overtreden en meent dat het Besluit in zoverre geen stand kan houden.”⁴⁰

Reactie AFM

85. In paragraaf 3.4 van de Last motiveert de AFM in ruim 17 pagina's, waarom zij van oordeel is dat [A] met de in randnummer 26.iv genoemde reclame de Materieel Evenwichtig Norm heeft overtreden. De blote stelling van [A] dat ten aanzien van dat oordeel een nadere onderbouwing ontbreekt, kan daarom niet worden gevolgd. Nu [A] haar stelling niet onderbouwt, volstaat de AFM met een verwijzing naar paragraaf 3.4 van de Last. Voor zover [A] meent dat de AFM een onjuiste uitleg hanteert van de Materieel Evenwichtig Norm en er daarom geen sprake is van overtreding van die norm, verwijst de AFM naar randnummers 72 tot en met 78. Daaruit volgt dat de uitleg van de AFM van de Materieel Evenwichtig Norm wel degelijk juist is.
86. [A] heeft de Materieel Evenwichtig Norm wel degelijk overtreden. Heroverweging leidt niet tot een ander oordeel.

V. Besluit

87. De AFM heeft besloten de Last in stand te laten.⁴¹ De motivering van het bestreden besluit wordt aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen.
88. Het voorgaande leidt ertoe dat geen aanleiding bestaat om over te gaan tot de in het bezwaarschrift verzochte vergoeding van de kosten als bedoeld in artikel 7:15, tweede lid, Awb.

VI. Rechtsgangverwijzing

89. Iedere belanghebbende kan tegen deze beslissing op bezwaar beroep instellen door binnen zes weken na bekendmaking ervan een beroepschrift in te dienen bij de rechtbank Rotterdam, Sector Bestuursrecht, Postbus 50951, 3007 BM Rotterdam. Natuurlijke personen kunnen ook digitaal beroep instellen bij genoemde rechtbank via <http://loket.rechtspraak.nl/bestuursrecht>. Daarvoor moet u wel beschikken over een elektronische handtekening (DigiD). Kijk op de genoemde site voor de precieze voorwaarden. Voor het instellen van beroep wordt een griffierecht geheven.

⁴⁰ Aanvullend Bezwaarschrift, p. 13.

⁴¹ Deze beslissing op bezwaar is genomen door het bestuur van de AFM en conform het tekeningsmandaat ondertekend door een hoofd en een manager.

Datum	14 juli 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	29 van 29

VII. Publicatie

90. Op grond van de Wft moet de AFM de Last openbaar maken, nadat het besluit onherroepelijk is geworden of zo snel mogelijk nadat er dwangsommen zijn verbeurd. Ook moet de AFM dan de uitkomst van deze beslissing op bezwaar bekend maken en indien van toepassing de uitkomst van het beroep en hoger beroep. In een publicatiebesluit dat de AFM te zijner tijd zal nemen, zal de AFM afwegen of er sprake is van bijzondere omstandigheden waardoor er aanleiding is om anoniem te publiceren of om de publicatie uit te stellen.
91. Alvorens een publicatiebesluit wordt genomen, zal [A] over het voornemen van de AFM daartoe in een aparte brief worden geïnformeerd en wordt [A] in de gelegenheid gesteld om haar zienswijze te geven. In die zienswijze kan [A] de in paragraaf 5 van het Aanvullend Bezwaarschrift opgenomen opmerkingen over de publicatie aandragen. In het voornemen zal de AFM aangeven welke informatie in de Last zij zal weglakken. Daaronder begrepen is de opmerking dat [A] beleggers heeft misleid, nu de AFM die opmerking bij gebrek aan wetenschap niet had moeten maken, en de overwegingen daaromtrent in deze beslissing op bezwaar.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

[was getekend]
Manager
Juridische Zaken

[was getekend]
Hoofd
Juridische Zaken