

Openbare versie

[A]

t.a.v. de directie

[adres]

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	1 van 45
Telefoon	[...]
E-mail	[...]
Betreft	Last onder dwangsom ter voorkoming van herhaling

Geachte directie,

De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**)¹ heeft geconstateerd dat [A] in de periode van 17 januari 2019 tot en met 31 mei 2019 met betrekking tot reclame betreffende het [Fonds 1] in overtreding is geweest van artikel 5:20, eerste en tweede lid van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**). [A] heeft namelijk in haar reclame niet vermeld dat er een prospectus was gepubliceerd en waar beleggers het prospectus konden verkrijgen. Voorts was de reclame niet in overeenstemming met het prospectus en bevatte het misleidende informatie.

De AFM heeft geconstateerd dat [A] met betrekking tot reclame betreffende het [Fonds 2] in de periode van 7 augustus 2019 tot en met 20 december 2019², en met betrekking tot reclame betreffende het [Fonds 3] in de periode van 17 november 2019 tot en met 24 februari 2020, in overtreding is geweest van artikel 22, tweede, derde, en vierde lid van de Prospectusverordening (EU) 2017/1129 (**de Prospectusverordening**). Ook met betrekking tot deze reclame heeft [A] niet vermeld dat er een prospectus gepubliceerd was en waar beleggers het prospectus konden verkrijgen, was de reclame niet in overeenstemming met de prospectussen, en bevatte het misleidende informatie. Tevens is niet altijd het woord “reclame” op een in het oog springende manier vermeld en ontbrak er een verklaring over de betekenis van de goedkeuring van het prospectus door de AFM.

De AFM heeft in het verleden [A] er meermaals op gewezen dat haar reclame niet voldeed aan de wettelijke vereisten. Omdat er sprake is van een patroon waarbij [A] herhaaldelijk de reclamenormen zoals neergelegd in artikel 5:20, eerste en tweede lid, Wft en artikel 22, tweede, derde en vierde lid, Prospectusverordening overtreedt, legt de AFM op grond van artikel 1:79, eerste lid, onder b, Wft aan [A] een last onder dwangsom op, die dient ter voorkoming van herhaling (**het Besluit**).

¹ Met de ‘AFM’ wordt in deze brief zowel de AFM als haar toezichthouders bedoeld.

² De AFM ziet in randnummer 3.10 van de schriftelijke zienswijze (d.d. 21 december 2020) van [A] op het voornemen tot het opleggen van een last onder dwangsom aanleiding om deze datum te wijzigen van 18 juli 2020 in 20 december 2019 vanwege [...].

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	2 van 45

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. Het Besluit geldt voor een periode van twee jaar te rekenen vanaf de dag na dagtekening van het dit Besluit.

De AFM heeft op 26 november 2020 aan [A] een voornemen tot het opleggen van een last onder dwangsom gestuurd (kenmerk [kenmerk], **het Voornemen**). De AFM heeft [A] in de gelegenheid gesteld om haar zienswijze te geven op het Voornemen. [A] heeft op 21 december 2020 een schriftelijke zienswijze gegeven op het Voornemen (**de Zienswijze**). In paragraaf 1.3 en 4 gaat de AFM in op de Zienswijze voor zover relevant in het kader van het Besluit.

Ten overvloede merkt de AFM op dat de bevindingen van de AFM zijn beperkt tot hetgeen in deze brief is opgenomen. Het achterwege blijven van opmerkingen kan niet als zodanig worden geïnterpreteerd dat geen andere overtredingen zijn begaan of kunnen zijn begaan.

De relevante wettelijke bepalingen die in deze brief worden genoemd zijn te raadplegen via wetten.overheid.nl en eur-lex.europa.eu.

Dit Besluit is als volgt opgebouwd. In paragraaf 1 geeft de AFM een overzicht van de relevante feiten zoals die bij de AFM bekend zijn. In paragraaf 2 staat het wettelijk kader. In paragraaf 3 staan de bevindingen en wordt een beoordeling van de feiten gegeven. In paragraaf 4 staat de belangenafweging en gaat de AFM in op de Zienswijze. In paragraaf 5 staat het Besluit. Paragraaf 6 ziet op publicatie van het Besluit. Tot slot bevat paragraaf 7 de rechtsgangverwijzing. In Bijlagen 1 tot en met 11 zijn de relevante stukken ter onderbouwing van het Besluit opgenomen.

1. Relevante feiten en Zienswijze

1.1 Bedrijfsinformatie

In deze paragraaf worden de relevante gegevens over de organisatie van [A] weergegeven³ en informatie omtrent de door haar beheerde beleggingsinstellingen.

1.1.1 Organogram

In de figuur hieronder is een organogram van [A] opgenomen:

[...]

³ Blijkens het op 21 april 2020 geraadpleegde register van de Kamer van Koophandel (**KvK**).

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	3 van 45

1.1.2 [A]⁴

Statutaire naam:	[A]
Kvk-nummer:	[...]
Statutaire zetel:	[...]
Handelsnaam:	[A]
Startdatum onderneming:	[datum]
Activiteiten:	SBI-code: 6420 – Financiële holdings Optreden als beheerder, respectievelijk het voeren van directie over beleggingsinstellingen - voeren van beheer over andere vennootschappen en instellingen
Bezoekadres:	[...]
Enig aandeelhouder:	[B]
Enig aandeelhouder sedert:	[datum]
Bestuurder:	[Bestuurder 1]
Datum in functie:	[datum]
Titel:	Directeur
Bevoegdheid:	Alleen/Zelfstandig bevoegd
Bestuurder:	[Bestuurder 2]
Datum in functie:	[datum]
Titel:	Directeur
Bevoegdheid:	Alleen/Zelfstandig bevoegd
AFM vergunningnummer:	[...] – Alternative Investment Fund Management (AIFM) ⁵

[A] heeft een AFM-vergunning voor het aanbieden en beheren van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen. [A] is beheerder van (onder meer) de volgende fondsen die als alternatieve beleggingsinstelling bij de AFM zijn geregistreerd: [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] (zie hierna).

1.1.3 [Fonds 1]

[Fonds 1] (met Kvk-nummer [...]) is een beleggingsinstelling en is opgericht op [datum], als fusie van drie reeds bestaande fondsen in de (juridische) vorm van een maatschap. Op [datum] is de maatschap omgezet naar een commanditaire vennootschap. Beleggers kunnen deelnemen in [Fonds 1] door het verkrijgen van participaties. Een participatie van [Fonds 1] is juridisch niet exact hetzelfde (als een aandeel), maar is wel

⁴ Blijkens het uittreksel van [A] in het handelsregister van de Kvk van 24 juni 2020.

⁵ [A] beschikt sinds [...] over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft voor het aanbieden en beheren van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen. Per 22 juli 2014 is deze vergunning van rechtswege omgezet in een AIFM vergunning. [A] maakt van deze vergunning gebruik door, onder andere, het [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] te beheren.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	4 van 45

materieel vergelijkbaar met een aandeel.⁶ De aanbieding tot deelname in [Fonds 1] is in het bijzonder gericht op Nederlandse particuliere beleggers.⁷ [A] treedt op als beheerder van [Fonds 1] en als aanbieder van de participaties.⁸

Het prospectus van [Fonds 1] is door de AFM goedgekeurd op [datum] (**het [Fonds 1]-prospectus**). In het [Fonds 1]-prospectus staat dat de aanbiedingsperiode 12 maanden is vanaf datum van de goedkeuring van het prospectus (gedurende de gehele geldigheid van het prospectus). De voor dit Besluit relevante inhoud van het [Fonds 1]-prospectus d.d. [datum] is opgenomen in paragraaf 3.

1.1.4 [Fonds 2]

[Fonds 2] (met KvK-nummer [...]) een beleggingsinstelling, opgericht op [datum]. Beleggers kunnen deelnemen in [Fonds 2] door het verkrijgen van participaties. Een participatie van [Fonds 2] is juridisch niet exact hetzelfde als een aandeel, maar is wel materieel vergelijkbaar met een aandeel.⁹ De aanbieding tot deelname in [Fonds 2] is in het bijzonder gericht op Nederlandse particuliere beleggers. [A] treedt op als beheerder van [Fonds 2] en als aanbieder van de participaties.¹⁰

Het prospectus van [Fonds 2] is door de AFM goedgekeurd op [datum] (**het [Fonds 2]-prospectus**). In het [Fonds 2]-prospectus staat dat de aanbiedingsperiode 12 maanden is vanaf datum van de goedkeuring van het prospectus (gedurende de gehele geldigheid van het prospectus). De voor dit Besluit relevante inhoud van het [Fonds 2]-prospectus d.d. [datum] is opgenomen in paragraaf 3.

1.1.5 [Fonds 3]

[Fonds 3] is een beleggingsinstelling bestaande uit [...].¹¹ Beleggers kunnen deelnemen in [Fonds 3] door het verkrijgen van participaties. Omdat een participatie recht geeft op [...] is een participatie van [Fonds 3] gelijk aan een certificaat van een aandeel.¹² De aanbieding tot deelname in [Fonds 3] is in het bijzonder gericht op

⁶ Een 'participatie' is in het prospectus van [Fonds 1] gedefinieerd als: [...] Een participatie in [Fonds 1] is daarmee materieel vergelijkbaar met een aandeel, omdat het recht geeft op de intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling en een participatie recht geeft op stem in de vergadering van participatiehouders.

⁷ De aanbieding van [Fonds 1] kwalificeert als een aanbieding aan 'retailbeleggers', hiermee worden 'niet-professionele beleggers' bedoeld. Volgens artikel 1:1 Wft is bijvoorbeeld een bank, beheerder van beleggingsinstelling, beleggingsinstelling, beleggingsonderneming of een verzekeraar een professionele belegger.

⁸ De website van de beleggingsinstelling is [...].

⁹ Een 'participatie' is in het [Fonds 2]-prospectus gedefinieerd als: [...] Een participatie in [Fonds 2] is daarmee materieel vergelijkbaar met een aandeel, omdat het recht geeft op de intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling en een participatie recht geeft op stem in de vergadering van participatiehouders.

¹⁰ De website van de beleggingsinstelling is [...].

¹¹ [...].

¹² Een 'participatie' is in het [Fonds 3]-prospectus gedefinieerd als: "[...] Elke Participatie geeft recht op een evenredig gedeelte van de Intrinsieke waarde. Omdat een participatie recht geeft op [...] is een participatie van [Fonds 3] gelijk aan een certificaat van aandeel.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	5 van 45

Nederlandse particuliere beleggers. [A] treedt op als beheerder en als aanbieder van de participaties in [Fonds 3].¹³

Het prospectus van [Fonds 3] is door de AFM goedgekeurd op [datum] (**het [Fonds 3]-prospectus**). In het [Fonds 3]-prospectus staat dat de aanbiedingsperiode 12 maanden is vanaf datum van de goedkeuring van het prospectus (gedurende de gehele geldigheid van het prospectus). De voor dit Besluit relevante inhoud van het [Fonds 3]-prospectus d.d. [datum] is opgenomen in paragraaf 3.

1.2 Onderzoeksinformatie

Deze (sub)paragraaf is als volgt opgebouwd. In paragraaf 1.2.1 staat een overzicht van de uitingen door [A] vanaf 17 februari 2019 waarin de AFM overtredingen van de reclameregels heeft vastgesteld. In hoofdstuk 3 beschrijft de AFM haar bevindingen en beoordeling ten aanzien van deze uitingen. In paragraaf 1.2.2 staat weergegeven wanneer en op welke wijze de geconstateerde en op dat moment nog lopende overtredingen zijn beëindigd. Paragraaf 1.2.3 ziet op de overige relevante toezichthistorie.

1.2.1 Geconstateerde overtredingen vanaf 17 februari 2019

De AFM heeft het volgende geconstateerd.

- In de uitzending van [Programma] op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 1] (**Vraaggesprek 1**). In deze uitzending heeft [Bestuurder 1] namens [A] een vraaggesprek gehad met de interviewer van [Programma]. Het transcript van Vraaggesprek 1 is opgenomen in Bijlage 3.¹⁴ In Vraaggesprek 1 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd;
- In een artikel van [...] gedateerd op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 1] (**Gesponsord artikel 1**). Gesponsord artikel 1 is opgenomen in Bijlage 4.¹⁵ De titel van het artikel luidt: "[...]". Op de website waar Gesponsord artikel 1 is gepubliceerd staat bovenaan de pagina "[...]" en "[...]". De website [...] linkt door naar de campagnepagina van [Fonds 1] op de algemene website van [A] ([...]).¹⁶ In Gesponsord artikel 1 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In een artikel van [...] gedateerd op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 1] (**Gesponsord artikel 2**). Gesponsord artikel 2 is opgenomen in Bijlage 5.¹⁷ De titel van het artikel luidt: "[...]". Op de website waar Gesponsord artikel 2 is gepubliceerd staat bovenaan de pagina "[...]" en "[...]". Onderaan de pagina staat: "[...]". In Gesponsord artikel 2 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.

¹³ De website van de beleggingsinstelling is [...].

¹⁴ Vraaggesprek 1 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

¹⁵ Gesponsord artikel 1 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

¹⁶ Deze campagnepagina is: [...]. Deze website is op 6 augustus 2020 door de AFM geraadpleegd en inmiddels is deze pagina niet meer beschikbaar. De reden hiervoor is dat de aanbieder van [Fonds 1] [...].

¹⁷ Gesponsord artikel 2 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

Datum 1 februari 2021
Ons kenmerk [...]
Pagina 6 van 45

- In een artikel van [...] gedateerd op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 1] (**Gesponsord artikel 3**). Gesponsord artikel 3 is opgenomen in Bijlage 6.¹⁸ De titel van het artikel luidt: “[...]”. Op de website waar Gesponsord artikel 2 is gepubliceerd staat bovenaan de pagina “[...]” en “[...]”. Onderaan de pagina staat: “[...]”. In Gesponsord artikel 3 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In een nieuwsbrief verstuurd aan potentiële beleggers op [datum], heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 2] (**Nieuwsbrief**). De Nieuwsbrief is opgenomen in Bijlage 7. De Nieuwsbrief bevat informatie over de aanbieding van [Fonds 1]. Er staat: “[...]”. In de nieuwsbrief wordt verwezen naar de algemene website van [A] ([...]). In de Nieuwsbrief heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In de uitzending van [Programma] op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 2] (**Vraaggesprek 2**). In deze uitzending heeft [Bestuurder 1] namens [A] een vraaggesprek gehad met de interviewer van [Programma]. Het transcript van Vraaggesprek 2 is opgenomen in Bijlage 8.¹⁹ In Vraaggesprek 2 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In een artikel van [...] gedateerd op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 2] (**Gesponsord artikel 4**). Gesponsord artikel 4 is opgenomen in Bijlage 9. De titel van het artikel luidt: “[...]”.²⁰ Op de website waar Gesponsord artikel 4 is gepubliceerd staat bovenaan de pagina “[...]” en “[...]”. Onderaan de pagina staat: “[...]”. In Gesponsord artikel 4 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In een artikel van [...] gedateerd op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 2] (**Gesponsord artikel 5**). Gesponsord artikel 5 is opgenomen in Bijlage 10. De titel van het artikel luidt: “[...]”.²¹ Op de website waar Gesponsord artikel 5 is gepubliceerd staat bovenaan de pagina “[...]” en “[...]”. In de laatste alinea staat: “[...]”. In Gesponsord artikel 5 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.
- In de uitzending van [Programma] op [datum] heeft [A] informatie verstrekt over [Fonds 2] en [Fonds 3] (**Vraaggesprek 3**). In deze uitzending heeft [Bestuurder 1] namens [A] een vraaggesprek gehad met de interviewer van [Programma]. Het transcript van Vraaggesprek 3 is opgenomen in Bijlage 11.²² In Vraaggesprek 3 heeft de AFM meerdere overtredingen geconstateerd.

1.2.2 Beëindiging geconstateerde lopende overtredingen

Naar aanleiding van de in paragraaf 1.2.1 benoemde overtredingen heeft de AFM op 24 februari 2020 telefonisch contact opgenomen met [Bestuurder 1] om [A] te wijzen op de door de AFM geconstateerde (lopende) overtredingen. Een gespreksverslag van dit telefoongesprek is opgenomen in Bijlage 2A. In dit gesprek heeft de AFM [Bestuurder 1] verteld dat zij meerdere overtredingen heeft geconstateerd waarbij tevens is vastgesteld dat een deel daarvan nog niet is beëindigd. De nog lopende overtredingen hadden betrekking op [Fonds 3], omdat de aanbieding nog open stond (beleggers konden zich nog inschrijven voor

¹⁸ Gesponsord artikel 3 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

¹⁹ Vraaggesprek 2 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

²⁰ Gesponsord artikel 4 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

²¹ Gesponsord artikel 5 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

²² Vraaggesprek 3 is door de AFM geraadpleegd via: [...].

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	7 van 45

participaties in [Fonds 3]). De AFM heeft [Bestuurder 1] gewezen op de lopende overtredingen in Vraaggesprek 3, omdat deze uiting toentertijd (nog) toegankelijk was voor (potentiële) beleggers via de algemene website van [Programma]. De AFM heeft [Bestuurder 1] gevraagd hoe [A] dit gaat oplossen. Tevens heeft de AFM aangegeven dat zij de overtredingen verder gaat onderzoeken.

De AFM heeft [A] daarnaast geïnformeerd over de reeds beëindigde overtredingen die de AFM geconstateerd had in Vraaggesprek 1 ([Fonds 1]) en 2 ([Fonds 2]). De aanbiedingen van [Fonds 1] en [Fonds 2] waren inmiddels gesloten. Alhoewel de reclame-uitingen van [Fonds 1] en [Fonds 2] nog steeds beschikbaar waren voor beleggers op de desbetreffende websites, was er in de ogen van de AFM geen sprake meer van een lopende overtreding. De aanbieding was immers afgerond en daarmee is het effect en de impact van deze reclame op beleggers komen te vervallen.

In reactie op het bovengenoemde heeft [Bestuurder 1] diezelfde dag de AFM een e-mail gestuurd met daarin de boodschap dat hij [Programma] heeft verzocht de uitzendingen betreffende [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] te laten verwijderen van de (algemene) webpagina van [Programma]. In dit e-mailbericht geeft [Bestuurder 1] ook aan dat hij het niet eens is met de bevindingen van de AFM. Deze e-mail d.d. 24 februari 2020 is opgenomen in bijlage 2B. De AFM heeft geconstateerd dat de uitzendingen inderdaad direct zijn verwijderd. Vanaf dat moment zijn alle geconstateerde overtredingen zoals beschreven in paragraaf 1.2.1 beëindigd. Daar waar relevant zal de AFM in haar bevindingen ook ingaan op hetgeen [Bestuurder 1] in dit e-mailbericht aanvoert.

1.2.3 Relevante (overige) toezichthistorie

Ter onderbouwing van onderhavig Besluit is de toezichthistorie van [A] met betrekking tot reclame bij prospectusplichtige aanbiedingen relevant. De AFM maakt daarbij onderscheid tussen eerder opgelegde maatregelen, waarschuwingen en/of normoverdragende gesprekken, en contactmomenten van de AFM met [A] over (ongepubliceerde) reclame. In paragraaf 4 zal de AFM nader ingaan op het belang van deze toezichthistorie in het kader van dit Besluit.

1.2.3.1 Waarschuwingen en/of normoverdragende gesprekken

De AFM heeft [A] op 20 september 2018 een waarschuwing gegeven voor het overtreden van artikel 5:20, tweede lid, Wft jo. artikel 12, aanhef en onder c, Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/301 van 30 november 2015 (**Gedelegeerde Verordening 2016**) met betrekking tot de aanbieding van participaties in het [Fonds 4]. In de waarschuwingsbrief met kenmerk [kenmerk] heeft de AFM [A] gewezen op een overtreding in een nieuwsbrief²³ die door [A] per e-mail op [datum] aan beleggers is verstuurd.²⁴ De AFM heeft geconstateerd dat in de e-mail wel positieve aspecten van de aanbieding zijn benoemd, bijvoorbeeld het rendement (“[...]”) en [...] (“[...]”), terwijl er geen negatieve aspecten van de aanbieding benoemd zijn,

²³ De nieuwsbrief was getiteld: “[...]”.

²⁴ Gedurende het goedkeuringsproces van het prospectus van [Fonds 4] heeft de AFM [A] verzocht om concept reclame aan haar voor te leggen. [A] heeft dit gedaan, maar de uiting waarmee de overtreding is begaan – de nieuwsbrief – is door [A] niet aan de AFM toegestuurd en beoordeeld.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	8 van 45

zoals risico's of beperkende voorwaarden. Door weglating van negatieve aspecten van de aanbieding, is een materieel onevenwichtig beeld gegeven van de informatie in het prospectus. De AFM heeft in deze 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, dat de AFM de waarschuwingsbrief meeweegt in haar besluitvorming omtrent te nemen maatregelen.

Naar aanleiding van een melding van 25 september 2018 van [A] dat zij een reclame-uiting²⁵ 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 geconstateerd heeft van artikel 5:20, tweede lid, Wft jo. artikel 12, aanhef en onder c, Gedelegeerde Verordening 2016. Diezelfde dag heeft de AFM per email aan [A] het volgende medegedeeld: *“De AFM heeft de bovengenoemde omstandigheden afgewogen en is tot het oordeel gekomen om op dit moment geen verdere (formele) handhavingsmaatregelen te nemen. Vooral het feit dat [A] de overtreding zelf gemeld heeft en het feit dat de reclame-uiting onderdeel is geweest van dezelfde aanbieding waarvoor reeds een waarschuwingsbrief is verstuurd, hebben wij in dit kader relatief zwaar laten meewegen. Dit laat onverlet dat de AFM nog kan overwegen om over te gaan tot het opleggen van een passende maatregel, waaronder een bestuurlijke boete.”*

1.2.3.2 Contactmomenten AFM met [A] inzake ongepubliceerde reclame

De AFM biedt uitgevende instellingen de mogelijkheid om tijdens het beoordelingstraject van het prospectus concept (reclame-)uitingen (d.w.z. nog niet gepubliceerde (reclame)uitingen) aan de AFM voor te leggen om te voorkomen dat beleggers hun beleggingskeuze baseren op reclame die niet voldoet aan de wet. De AFM wijst uitgevende instellingen daarbij op het belang dat met de correcte naleving van de reclameregels is gemoeid. De AFM geeft dan aan op welke punten de concept (reclame)uitingen niet voldoet aan de wettelijke vereisten in de verwachting dat uitgevende instellingen deze principes ook op volgende (reclame)uitingen toepast. Deze service is ook aan [A] aangeboden en zij heeft hier gebruik van gemaakt ten aanzien van diverse aanbiedingen. Ook specifiek ten aanzien van [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] heeft de AFM tijdens de goedkeuringen van de prospectussen van deze desbetreffende beleggingsinstellingen van [A] concept (reclame-)uitingen ontvangen en voorzien van commentaar op de punten waarbij de uitingen niet voldeden aan de (toen geldende) reclamenormen.

Bij de beoordeling van concept (reclame-)uitingen met betrekking tot diverse aanbiedingen van [A] heeft de AFM [A] herhaaldelijk gewezen op en uitleg gegeven over de reclamenormen zoals neergelegd in artikel 5:20 Wft en artikel 22 Prospectusverordening. De belangrijkste opmerkingen ten aanzien van concept (reclame-)uitingen over [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] waren als volgt:

- De AFM heeft op 30 november 2018 [A] erop gewezen dat conceptreclame over [Fonds 1] onder meer niet voldeed aan artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft (geen prospectusverwijzing), artikel

²⁵ De desbetreffende reclame-uiting, een banner, was gepubliceerd in het kader van de aanbieding van participaties in het [Fonds 4] op de website [...]. Deze banner bevatte geen beschrijving van negatieve aspecten, terwijl er wel positieve aspecten van de aanbieding beschreven werden (namelijk het (hoge) rendement en [...]).

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	9 van 45

- 5:20, eerste lid, onder b, Wft (misleidend) en artikel 5:20, tweede lid, Wft (niet in overeenstemming met informatie in het prospectus door onevenwichtigheid). Zie Bijlage 1A.
- De AFM heeft op 24 mei 2019 [A] erop gewezen dat conceptreclame over [Fonds 2] onder meer niet voldeed aan artikel 5:20, eerste lid, onder a Wft, artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft en artikel 5:20, tweede lid, Wft. Zie Bijlage 1B.
 - De AFM heeft op 11 juli 2019 [A] erop gewezen dat reclame voor [Fonds 2] dient te voldoen aan de (nieuwe) vereisten van de Prospectusverordening (ook als het prospectus nog goedgekeurd is onder de (oude) Prospectusrichtlijn 2003/71/EG. Daarnaast is [A] wederom erop gewezen dat conceptreclame voor [Fonds 2] niet voldeed artikel 5:20, tweede lid, Wft. Zie Bijlage 1C.
 - De AFM heeft op 16 juli 2019 [A] erop gewezen dat conceptreclame over [Fonds 3] onder meer niet voldeed aan artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft, artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft (misleidend) en artikel 5:20, tweede lid, Wft. Zie Bijlage 1D.
 - De AFM heeft op 26 juli 2019 [A] erop gewezen dat conceptreclame over [Fonds 3] onder meer niet voldeed aan artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening (geen prospectusverwijzing), artikel 22, derde lid, Prospectusverordening (misleidend) en artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening (strookt niet met informatie in het prospectus door onevenwichtigheid). Tevens is [A] in deze e-mail gewezen op nieuwe normen van de Prospectusverordening die op 21 juli 2019 van kracht gingen. Zo heeft de AFM [A] erop gewezen dat conceptreclame van [Fonds 3] niet voldeed aan artikel 14, eerste lid, onder a van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/979 van 14 maart 2019 (**Gedelegeerde Verordening 2019**) (niet vermelden van het woord 'reclame'). Zie Bijlage 1E.

Een uitgebreid overzicht van het bovengenoemde is opgenomen in Bijlage 1F.

Tevens heeft de AFM op 3 juli 2019 een algemeen nieuwsbericht op haar website gepubliceerd over de inwerkingtreding van de nieuwe reclamenormen op 21 juli 2019. De AFM heeft [A] per email op 16 juli 2019 ook nog in het algemeen gewezen de inwerkingtreding van de nieuwe reclamenormen en daarbij tevens verwezen naar het voornoemde nieuwsbericht. Er is tevens door de AFM een hyperlink opgenomen naar de informatie die de AFM op haar website beschikbaar heeft gesteld (over de toen geldende en nieuwe reclamenormen).²⁶

1.2.3.3 Presentatie AFM over (nieuwe) reclamenormen

De AFM heeft [A] door middel van een presentatie gewezen op (het belang van naleving van) de reclamenormen. Op 13 december 2018 heeft de AFM een presentatie gehouden bij een bijeenkomst van

²⁶ De AFM heeft in de e-mail met datum 16 juli 2019 aan [A] (zie Bijlage 1D) het volgende benoemd: "Graag wijzen wij jullie nog op het volgende: per 21 juli 2019 is de (nieuwe) Prospectusverordening van toepassing en dient alle reclame aan deze wetgeving te voldoen. Dit geldt ook voor reclame die na deze datum wordt gepubliceerd met betrekking tot een prospectus dat goedgekeurd is vóór 21 juli 2019 (zoals naar verwachting bij dit prospectus het geval). Hierbij is bijvoorbeeld vereist dat reclame het woord 'reclame' prominent bevat en dat bij referentie naar een goedgekeurd prospectus een bepaald statement moet worden opgenomen in de reclame. Lees hierover ook ons [nieuwsbericht](#) en onze informatie op de [website](#)."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	10 van 45

bestuurders van beheerders van beleggingsinstellingen, georganiseerd door [...] ²⁷. [Bestuurder 1] van [A] was aanwezig bij deze bijeenkomst. 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 reclamenormen en een toelichting gegeven op de nieuwe reclamenormen.

1.2.3.4 Recente contactmomenten AFM met [A] inzake ongepubliceerde reclame

De meest recente conceptreclame die [A] ter beoordeling aan de AFM heeft voorgelegd was op 26 oktober 2020 en 16 november 2020 tijdens het beoordelingstraject van het prospectus aangaande [Fonds 5]. De AFM heeft [A] er in een eerste commentaarronde op 10 november 2020 en tweede commentaarronde op 3 december 2020 per e-mail op gewezen dat de conceptreclame over [Fonds 5] van 26 oktober 2020 onder meer niet voldeed aan artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening (geen correcte prospectusverwijzing), artikel 22, derde lid, Prospectusverordening (niet in overeenstemming met informatie in het prospectus) en artikel 22 vierde lid, Prospectusverordening (strookt niet met informatie in het prospectus door onevenwichtigheid). Zie Bijlagen 1G en 1H.

1.3 Zienswijze

Op 21 december 2020 heeft [A] haar Zienswijze op het (voorgenomen) Besluit van de AFM gegeven. De AFM heeft kennisgenomen van deze Zienswijze en bijlagen. In deze paragraaf geeft de AFM een korte weergave van de Zienswijze voor zover relevant voor het Besluit.

Allereerst stelt [A] zich op het standpunt dat de last ter voorkoming van herhaling niet hoeft te worden opgelegd. Zij motiveert dit door op te merken dat [A] zich blijft inspannen om te voldoen aan wet- en regelgeving en daar ook intern beleid voor heeft opgesteld.

Daarnaast merkt [A] op dat de reclame-eisen een samenstel van objectieve en subjectieve vereisten is. Voor wat betreft deze subjectieve vereisten stelt [A] zich op het standpunt dat deze *“niet eenduidig zijn in de wijze waarop zij moeten worden toegepast en er geen algemene beleidsregels voor handen zijn die duidelijkheid verschaffen”*. De contactmomenten met de AFM, zo licht [A] toe, dragen bij aan het per casus juist toepassen van de Reclame-vereisten in overeenstemming met de zienswijze van de AFM.

Een ander argument van [A] komt voort uit de aanpassingen die zij heeft doorgevoerd. [A] heeft een beleid en afvinklijst opgesteld waarmee zij ervoor zorg wil dragen dat reclame-uitingen voortaan in lijn met de wettelijke eisen zijn. [A] stelt zich op het standpunt dat dit gewijzigd beleid ertoe leidt dat de omstandigheden ten tijde van het opleggen van de voorgenomen last onder dwangsom niet (langer) op één

²⁷ [...] is een belangenvereniging voor [...]. [A] is lid van deze belangenvereniging: [website] (website geraadpleegd op 11 november 2020).

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	11 van 45

lijn kunnen worden gesteld met de omstandigheden ten tijde van de laatste, geconstateerde overtreding. Ook is er geen sprake van een ‘continuïteit’ van de geconstateerde overtredingen door wijziging van het wettelijk kader, zo stelt [A].

[A] vindt het niet proportioneel dat zij gedurende de looptijd van de last onder dwangsom niet langer conceptreclame ter beoordeling aan de AFM kan voorleggen. [A] stelt dat de AFM kennelijk van mening is dat [A] de feedback van de AFM niet opvolgt en [A] dientengevolge bij oplegging van de last ter voorkoming van herhaling geen gebruik meer zou moeten kunnen maken van deze mogelijkheid. Deze handelwijze is naar de mening van [A] niet in lijn met het doel van de AFM. Bovendien verwijst [A] in dit kader ook naar het feit dat de reclame-eisen veelal open normen zijn en stelt dat zowel de AFM als zichzelf baat heeft bij het voorleggen van deze concept-reclame.

2. Wettelijk kader

2.1 Wettelijk kader Wft (tot 21 juli 2019)

De wettelijke vereisten met betrekking tot reclame waren tot 21 juli 2019 neergelegd in artikel 15 van de Prospectusrichtlijn. Deze bepalingen waren geïmplementeerd in artikel 5:20 Wft. De normen van artikel 15 Prospectusrichtlijn waren nader uitgewerkt in artikel 11 en 12 van de Gedelegeerde Verordening 2016.

Artikel 5:20, eerste en tweede lid, Wft bevatten de inhoudelijke vereisten voor alle (reclame)uitingen met betrekking tot het aanbieden van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op de gereglementeerde markt en voor welke aanbieding of toelating een door de AFM goedgekeurd prospectus is vereist. Voor elke afzonderlijke (reclame)uiting geldt dat deze zelfstandig aan de vereisten dient te voldoen.

In 2013 heeft de AFM de Beleidsregel Informatieverstreking gepubliceerd, waarin de norm ‘misleiding’ nader is uitgewerkt. Deze beleidsregel is op 31 december 2018 herzien (**Beleidsregel**).

2.2 Wettelijk kader Prospectusverordening (vanaf 21 juli 2019)

De Prospectusverordening heeft de Prospectusrichtlijn op 21 juli 2019 vervangen. De bepalingen in de Prospectusverordening hebben rechtstreekse werking, hiermee zijn de nationale bepalingen die uitvoering geven aan de Prospectusrichtlijn (hoofdstuk 5.1 van de Wft), en specifiek artikel 5:20, eerste en tweede lid, Wft voor wat betreft de vereisten met betrekking tot reclame-uitingen, komen te vervallen. In het Besluit wordt reclame gepubliceerd vóór 21 juli 2019 getoetst aan het wettelijk kader van de Wft, en reclame gepubliceerd vanaf 21 juli 2019 getoetst aan de Prospectusverordening. Vanaf 21 juli 2019 dient ook reclame die betrekking heeft op een prospectus dat nog goedgekeurd is onder de Wft te voldoen aan de wettelijke vereisten van de Prospectusverordening.²⁸

²⁸ Zie ESMA Q&A Q1.1 (hoofdstuk 4) van 27-3-2019, te raadplegen via https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1258_prospectus_regulation_gas.pdf.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	12 van 45

In artikel 22 Prospectusverordening zijn de normen met betrekking tot reclame neergelegd. Artikel 22, eerste lid, Prospectusverordening schrijft voor dat elke reclame betreffende een aanbieding van effecten aan het publiek of betreffende een toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt voldoet aan de in de leden 2 tot en met 5 vervatte beginselen. De leden 2 tot en met 4 en onder b van lid 5 zijn alleen van toepassing wanneer de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt verplicht is een prospectus op te stellen. Op grond van artikel 22, negende lid, Prospectusverordening zijn de leden 2 tot en met 4 van artikel 22 Prospectusverordening uitgewerkt in artikel 13 t/m 17 van de Gedelegeerde Verordening 2019.

Met betrekking tot de normen neergelegd in artikel 22 Prospectusverordening zijn geen (materiële) wijzigingen doorgevoerd ten opzichte van de Wft. Onder de Prospectusverordening zijn enkele normen wel nader uitgewerkt (in de Gedelegeerde Verordening 2019) die onder de Wft niet zo specifiek waren uitgewerkt. Relevant voor het Besluit zijn de uitwerkingen zoals beschreven in artikel 13 en 14 Gedelegeerde Verordening 2019. De AFM gaat hier in de paragrafen 2.3.1, 2.3.4 en 2.3.5 nader op in.

2.3 Toelichting op de (reclame)normen

In deze paragraaf geeft de AFM een toelichting op de inhoud van de voor het Besluit relevante reclamenormen.

2.3.1 Prospectusverwijzing (artikel 5:20 lid 1 onder a Wft (oud) en artikel 22 lid 2 Prospectusverordening)

Op grond van artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft (oud) dient een reclame-uiting die betrekking heeft op het aanbieden van effecten aan het publiek te vermelden dat er een prospectus algemeen verkrijgbaar is (of wordt gesteld) en waar het prospectus kan worden verkregen.

Deze prospectusverwijzing is nu vastgelegd in artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening. Hierin is bepaald dat in alle reclame vermeld dient te worden dat er een prospectus is, of zal worden gepubliceerd en wordt tevens aangegeven waar beleggers het prospectus kunnen verkrijgen. Op grond van artikel 22, negende lid, Prospectusverordening is deze norm nader ingevuld in artikel 13 Gedelegeerde Verordening 2019. In artikel 13, onder c, Gedelegeerde Verordening 2019 is bepaald dat als reclame wordt gepresenteerd in een andere vorm dan schriftelijk, zoals een mondelinge reclame, (eveneens) accurate informatie dient opgenomen te worden over waar het prospectus verkrijgbaar is.

2.3.2 Niet-misleidende informatie (artikel 5:20 lid 1 onder b Wft (oud) en artikel 22 lid 3 Prospectusverordening)

Artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft (oud) bepaalt dat informatie in een reclame-uiting niet misleidend mag zijn. In paragraaf 6.2.2 van de Beleidsregel is verduidelijkt dat informatie misleidend kan zijn als het beeld dat de informatie wekt niet overeenkomt met de werkelijke kenmerken van de aanbieding, waardoor beleggers op het verkeerde been kunnen worden gezet.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	13 van 45

Paragraaf 9.2 van de Beleidsregel geeft een verdere uitleg over wat ‘misleiding’ betekent en beschrijft enkele voorbeelden waarbij de informatie mogelijk misleidend is:

1. Als beleggingen worden vergeleken met sparen zonder daarbij het verschil in risico te vermelden;
2. Als de indruk wordt gewekt dat er sprake is van een vast rendement (of vaste rente) zonder dat dit rendement echt vast is, zoals dit bijvoorbeeld bij een spaardeposito wel het geval is.

De norm dat informatie niet misleidend mag zijn is onveranderd in de Prospectusverordening overgenomen in artikel 22, derde lid, Prospectusverordening.

2.3.3 Reclame in overeenstemming met het prospectus (artikel 5:20 lid 2 Wft (oud) en artikel 22 lid 4 Prospectusverordening)

Artikel 5:20, tweede lid, Wft (oud) bepaalt dat een uitgevende instelling of aanbieder er zorg voor draagt dat een reclame-uiting in overeenstemming is met de informatie die in het Prospectus is opgenomen. Deze norm is nader ingevuld in de Gedelegeerde Verordening 2016. Artikel 12, onder c, Gedelegeerde Verordening 2016 bepaalt dat mondelinge of in schriftelijke vorm openbaar gemaakte informatie over de aanbieding aan het publiek, hetzij voor reclame, hetzij voor andere doeleinden, geen materieel onevenwichtig beeld mag geven van de informatie in het prospectus, ook niet door weglating of de minder prominente presentatie van negatieve aspecten van dergelijke informatie dan de positieve aspecten.

De AFM heeft in de Beleidsregel een nadere toelichting gegeven op wanneer informatie evenwichtig is.

- In paragraaf 2.2.3 staat *“Evenwichtige informatie:*
 - *bevat zowel de relevante voordelen als de relevante nadelen en risico’s van het product;*
 - *maakt de nadelen en risico’s van het product even inzichtelijk als de voordelen;*
 - *omschrijft de (beperkende) voorwaarden en risico’s van kenmerken van het product die worden genoemd in een informatiedrager. Bijvoorbeeld: als de fiscale aftrek bij een product wordt vermeld, maar er niet wordt aangegeven dat op een later moment alsnog belasting betaald moet worden, dan is de informatie niet evenwichtig.”*
- In paragraaf 6.2.2 van de Beleidsregel staat *“Om een evenwichtig en juist beeld van een product te kunnen geven, moet in ieder geval informatie over de belangrijkste risico’s, kosten en (beperkende) voorwaarden (onderstreping toegevoegd) gegeven worden en geen verkeerde indruk worden gewekt. Vermelde positieve kenmerken van het product moeten in goede verhouding staan tot de negatieve kenmerken van het product. Daarnaast zullen niet-marktconforme kenmerken van het product nagenoeg altijd vermeld moeten worden om een evenwichtig en juist beeld te geven.”*
- In paragraaf 4.4 staat: *“Een belangrijke valkuil bij informatie over beleggingsproducten is dat er wel veel aandacht is voor de positieve kenmerken zoals het rendement, maar dat er weinig aandacht is voor negatieve kenmerken zoals de risico’s en de kosten.”*

Deze norm is ook vastgelegd in artikel 22, derde lid, Prospectusverordening. Hierin is bepaald dat de in een reclamebericht vervatte informatie in overeenstemming met de in het prospectus verstrekte informatie dient te zijn. Deze norm is nader uitgewerkt in de Gedelegeerde Verordening 2019. Artikel 16, eerste lid, onder c, Gedelegeerde Verordening 2019 schrijft voor dat in mondelinge of schriftelijke vorm bekendgemaakte informatie over een aanbieding van effecten, ongeacht of zij als reclame, dan wel voor andere doeleinden wordt verspreid, geen materieel onevenwichtig beeld mag geven van de informatie in

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	14 van 45

het prospectus, bijvoorbeeld door negatieve aspecten van die informatie minder prominent te presenteren dan de positieve aspecten, door weglating, of door selectieve weergave van bepaalde informatie, opdat beleggers in staat gesteld worden met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.²⁹

2.3.4 Reclame duidelijk als zodanig herkenbaar (artikel 22 lid 3 Prospectusverwijzing jo. artikel 14 lid 1 onder a Gedelegeerde Verordening 2019)

Artikel 22, derde lid, Prospectusverordening schrijft voor dat reclame duidelijk als zodanig herkenbaar moet zijn. Deze norm is nader uitgewerkt in artikel 14, eerste lid, onder a, Gedelegeerde Verordening 2019. In laatstgenoemd artikel is bepaald dat reclame die onder potentiële retailbeleggers wordt verspreid het woord ‘reclame’ op een in het oog springende manier dient te bevatten. Bij mondelinge reclame dient het doel ervan duidelijk vermeld te worden aan het begin van de (reclame)boodschap. Deze uitwerking is niet eerder in de Wft of Gedelegeerde Verordening 2016 opgenomen en is daarom niet van toepassing op reclame-uitingen van voor 21 juli 2019.

2.3.5 Verklaring dat goedkeuring prospectus niet mag worden beschouwd als aanprijzing (artikel 22 lid 3 Prospectusverordening jo. artikel 14 lid 1 onder b Gedelegeerde Verordening 2019)

Artikel 22, derde lid, Prospectusverordening schrijft voor dat reclame niet misleidend mag zijn. Deze norm is nader uitgewerkt in artikel 14, eerste lid, onder b, Gedelegeerde Verordening 2019. Laatstgenoemde artikel schrijft voor dat reclame gericht aan retailbeleggers, indien de reclame een verwijzing naar een door een bevoegde autoriteit goedgekeurd prospectus bevat, een verklaring dient te bevatten dat de goedkeuring van het prospectus niet mag worden beschouwd als aanprijzing. Zo worden beleggers erop gewezen dat de goedkeuring van het prospectus niet beschouwd moet worden als goedkeuring van het beleggingsproduct door de AFM. Als er wel verwezen wordt naar een goedkeuring van het prospectus door de AFM en daarbij niet de verklaring wordt opgenomen dat dit niet mag worden beschouwd als een aanprijzing van de effecten, dan is dat misleidend. Deze uitwerking is niet eerder in de Wft of in de Gedelegeerde Verordening 2016 opgenomen en is daarom niet van toepassing op reclame-uitingen van voor 21 juli 2019.

3. Bevindingen en beoordeling van de feiten

3.1 Toepasselijkheid artikel 5:20 Wft (oud) en Prospectusverordening

Zoals toegelicht in paragrafen 2.1 en 2.2 is met betrekking tot reclame voor prospectusplichtige aanbiedingen tot 21 juli 2019 de Wft van toepassing en vanaf 21 juli 2019 de Prospectusverordening. Artikel 5:2 Wft (oud) en artikel 3, eerste lid, Prospectusverordening bepalen dat een prospectus moet worden gepubliceerd als effecten aan het publiek worden aangeboden. De participaties van de door [A] beheerde beleggingsinstellingen kwalificeren als effect³⁰ en worden aangeboden aan het publiek. Er is geen uitzondering als bedoeld in artikel 5:3 Wft (oud) en artikel 1, tweede lid, Prospectusverordening of vrijstelling als bedoeld in artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft (oud) of artikel 1, vierde lid,

²⁹ Overweging 11, Gedelegeerde Verordening 2019.

³⁰ Hierna wordt de term ‘participatie’ aangehouden die [A] zelf hanteert.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	15 van 45

Prospectusverordening van toepassing. Derhalve is [A] verplicht een goedgekeurd prospectus te publiceren. Zoals toegelicht in paragrafen 1.1.3, 1.1.4 en 1.1.5 heeft [A] voor respectievelijk [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] een goedgekeurd prospectus gepubliceerd.

3.2 Kwalificatie uitingen [A] als reclame

In deze (sub)paragraaf licht de AFM toe waarom uitingen zoals genoemd in paragraaf 1.2.1 kwalificeren als reclame.

3.2.1 Relevante uitingen

Zoals toegelicht in de paragrafen 2.1 en 2.2 is de Wft van toepassing op reclame gepubliceerd tot 21 juli 2019 en de Prospectusverordening op reclame gepubliceerd vanaf 21 juli 2019. De Beleidsregel is ook na 21 juli 2019 onverkort van toepassing. Relevant voor dit Besluit zijn de volgende (reclame-)uitingen, gepubliceerd in de periode tot 21 juli 2019 en daarmee gereguleerd door de Wft:

- Vraaggesprek 1;
- Gesponsord artikel 1;
- Gesponsord artikel 2;
- Gesponsord artikel 3.

Relevant voor dit Besluit zijn de volgende (reclame-)uitingen gepubliceerd in de periode vanaf 21 juli 2019 en daarmee gereguleerd door de Prospectusverordening:

- Nieuwsbrief;
- Vraaggesprek 2;
- Gesponsord artikel 4;
- Gesponsord artikel 5;
- Vraaggesprek 3.

3.2.2 Definitie 'reclame'

Artikel 1:1 Wft (oud) definieert 'reclame-uiting' als: *"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"*. Het begrip reclame-uiting is in de Wft aldus ruim gedefinieerd. De AFM legt dit begrip in de Beleidsregel daarom ook ruim uit. Het gaat erom of de informatie de potentiële belegger probeert over te halen om een aankoop te doen. In Paragraaf 1 van de Beleidsregel wordt beschreven dat een uiting wervend of aanprijzend is als er sprake is van een selectieve weergave van met name de positieve kenmerken van een financieel product. Dat naast positieve kenmerken ook negatieve aspecten worden benoemd, maakt niet dat daarmee niet langer sprake is van reclame. Tevens dient de uiting ingevolge artikel 5:20, eerste en tweede lid, Wft (oud) onder meer betrekking te hebben op een aanbieding van effecten aan het publiek waarvoor een prospectusplicht geldt.

Met de inwerkingtreding op 21 juli 2019 van de Prospectusverordening (ter vervanging van de reclamenormen zoals tot dan vastgelegd in de Wft) is de definitie van reclame-uiting niet (materieel)

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	16 van 45

gewijzigd. De definitie van ‘reclame’ is neergelegd in artikel 2, onder k, Prospectusverordening en luidt: *“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 gereglementeerde markt; ii) er specifiek op gericht is de mogelijke inschrijving op of aankoop van effecten te promoten.”*

3.2.3 Kwalificatie van reclame

In deze paragraaf wordt onderbouwd waarom de uitingen relevant voor het Besluit kwalificeren als reclame onder de Wft (voor de uitingen gepubliceerd in de periode tot 21 juli 2019) en onder de Prospectusverordening (voor uitingen gepubliceerd vanaf 21 juli 2019).

Vraaggesprekken

In Vraaggesprek 1 t/m 3 (**de Vraaggesprekken**) wordt informatie verstrekt over een aanbieding van effecten aan het publiek waarbij een prospectus is goedgekeurd. Zoals toegelicht in paragraaf 1.2.1 wordt in:

- Vraaggesprek 1 gerefereerd aan [Fonds 1], waarvan het prospectus is goedgekeurd op [datum]³¹;
- Vraaggesprek 2 gerefereerd aan [Fonds 2], waarvan het prospectus is goedgekeurd op [datum]³²;
- Vraaggesprek 3 gerefereerd aan [Fonds 2] en [Fonds 3], waarvan de prospectussen zijn goedgekeurd op respectievelijk [datum] en [datum].³³

In de Vraaggesprekken is sprake van ‘aanprijzing’, omdat de uitingen een selectieve weergave zijn van met name positieve kenmerken van de aanbieding.

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 1 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 2 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

³¹ Op de website waar Vraaggesprek 1 gepubliceerd werd ([website]) stond vermeld dat het interview zou gaan over [Fonds 1]. Er stond: “[...]” [onderstreping AFM]

³² In Vraaggesprek 2 wordt benoemd: “(De interviewer van [Programma]): [...]”

³³ In Vraaggesprek 3 wordt benoemd met betrekking tot [Fonds 3]: “(De interviewer van [Programma]): [...]” En met betrekking tot [Fonds 2]: “(De interviewer van [Programma]): [...] ([Bestuurder 1]): [...]”.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	17 van 45

- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 3 de aanbieding van [Fonds 2] positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

- [...]: "[...]"
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."

Voorts constateert de AFM dat de Vraaggesprekken gepubliceerd zijn gedurende de looptijd van de aanbiedingen van [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3]. De Vraaggesprekken zijn uitgezonden in een nationaal televisieprogramma: [Programma]. Dit is een [...] televisieprogramma op [Zender], dat als primair doel heeft het onder de aandacht brengen van (financiële) producten en ondernemingen. Op de website van [Programma] staat vermeld dat er diverse adverteer- en sponsoringmogelijkheden zijn, waaronder een interview met [...] ³⁴. Daarbij heeft [Bestuurder 1] op [datum] aan de AFM bevestigd dat er voor Vraaggesprek 3 een geldbedrag is betaald aan [Programma]. ³⁵ De Vraaggesprekken zijn toegankelijk gesteld op de website van [Programma].

Conclusie

Doordat in de Vraaggesprekken gedurende de looptijd waarin beleggers kunnen besluiten in te gaan op de aanbiedingen van [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] (waarvoor goedgekeurde prospectussen zijn gepubliceerd), informatie door [A] is verstrekt die dient ter aanprijzing van de participaties van [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3], concludeert de AFM dat de Vraaggesprekken kwalificeren als reclame(-uiting) zoals gedefinieerd in respectievelijk artikel 1:1 Wft (oud) en artikel 2, onder k, Prospectusverordening.

In gesprek met de AFM op 24 februari 2020 naar aanleiding van Vraaggesprek 3 heeft [Bestuurder 1] aangegeven dat Vraaggesprek 3 geen reclame betreft. Hij zei in dit gesprek: *"Allereerst was het een interview, geen reclamespot."* En vervolgens: *"Dat het reclame is, vind ik een hele ingewikkelde. Ik word wel vaker gebeld door journalisten van kranten en die vragen dan of ik bezig ben met een emissie, ja ik ben ermee bezig. Kennelijk moet ik dan vragen: moet ik dan ook zeggen dat het reclame is? Dit is een ingewikkelde in de praktijk, al begrijp ik wat daar bedoeld wordt. Ik kan aan [Programma] vragen om tekst erbij te zeggen: iets erbij dat reclame wordt gemaakt. Maar dat is een nieuwe voor mij."* De AFM wijst [A] erop dat in artikel 2, onder k, Prospectusverordening wordt verwezen naar 'een mededeling'. Er wordt door

³⁴ Via [website], geraadpleegd op 25 augustus 2020.

³⁵ Zie Bijlage 2A. [Bestuurder 1] zei: *"We betalen er wel iets voor."*

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	18 van 45

de Prospectusverordening dus geen specifieke invulling gegeven aan de vorm van de reclame. Dit betekent dat alle soorten mededelingen, waaronder ook interviews, kunnen kwalificeren als reclame, mits de mededeling de twee kenmerken heeft zoals beschreven in artikel 2, onder k, Prospectusverordening. Zoals hierboven beschreven, bevatten de Vraaggesprekken deze kenmerken en kwalificeren zij als reclame.

Gesponsorde artikelen

Gesponsord artikel 1 t/m 5 (**de Gesponsorde artikelen**) bevatten informatie die betrekking heeft op een aanbieding van effecten aan het publiek waarbij een prospectus is goedgekeurd. Zo bevatten Gesponsord artikel 1 t/m 3 informatie over [Fonds 1]³⁶, bevat Gesponsord Artikel 4 informatie over [Fonds 2]³⁷, en bevat Gesponsord Artikel 5 informatie over [Fonds 2]³⁸.

In de Gesponsorde artikelen is sprake van ‘aanprijzing’. Dat blijkt allereerst uit het feit dat het om gesponsorde artikelen gaat. De Gesponsorde artikelen zijn gepubliceerd op de website van een [...] ([...]), waarbij boven elk (afzonderlijk) artikel expliciet vermeld staat dat het artikel “gesponsord” is door [A]³⁹.

Voorts gaat het om uitingen die een selectieve weergave zijn van met name de positieve kenmerken van de aanbieding. De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 1 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...] “[...]”
- [...]: “[...]”

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 2 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 3 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de/het volgens [A] bestaande:

- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”
- [...]: “[...]”

³⁶ Waarvoor een prospectus is goedgekeurd op [datum]. In Gesponsord artikel 1 wordt verwezen naar de aanbieding van effecten door [Fonds 1] waarvoor een goedgekeurd prospectus is gepubliceerd. Zo staat er: “[...]” Hetzelfde geldt voor Gesponsord artikel 2, waarin wordt gesteld dat: “[...]” en Gesponsord artikel 3, waarin staat: “[...]”

³⁷ Waarvoor een prospectus is goedgekeurd op [datum]. In Gesponsord artikel 4 wordt verwezen naar de aanbieding van effecten door [Fonds 2] waarvoor een goedgekeurd prospectus is gepubliceerd. Zo staat er: “[...]”

³⁸ Waarvoor een prospectus is goedgekeurd op [datum]. In Gesponsord artikel 5 wordt verwezen naar de aanbieding van effecten door [Fonds 3], waarvoor een goedgekeurd prospectus is goedgekeurd, zo staat er: “[...]”

³⁹ Zoals beschreven in paragraaf 1.2.1 staat in de Gesponsorde artikelen het volgende vermeld: “[...]”

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	19 van 45

- [...]: "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 4 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de volgens [A] bestaande:

- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 5 de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de/het volgens [A] bestaande:

- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."

Voorts constateert de AFM dat de Gesponsorde artikelen gepubliceerd zijn gedurende de looptijd van de aanbieding van respectievelijk [Fonds 1] en [Fonds 2].

Conclusie

Doordat in de Gesponsorde artikelen gedurende de looptijd waarin beleggers kunnen besluiten in te gaan op de aanbiedingen van [Fonds 1] en [Fonds 2] (waarvoor goedgekeurde prospectussen zijn gepubliceerd), informatie door [A] is verstrekt die dient ter aanprijzing van de participaties van [Fonds 1] en [Fonds 2], concludeert de AFM dat de Gesponsorde artikelen kwalificeren als reclame(-uiting) zoals gedefinieerd in respectievelijk artikel 1:1 Wft (oud) en artikel 2, onder k, Prospectusverordening.

Nieuwsbrief

In de Nieuwsbrief wordt informatie verstrekt over een aanbieding van effecten aan het publiek waarbij een prospectus is goedgekeurd. In paragraaf 1.2.1 staat dat in de Nieuwsbrief wordt gerefereerd aan [Fonds 2], waarvan het prospectus is goedgekeurd op [datum]⁴⁰.

De AFM constateert dat in de Nieuwsbrief de aanbieding positief wordt belicht, door aandacht te besteden aan de/het volgens [A] bestaande:

- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."
- [...]: "[...]."

Voorts constateert de AFM dat de Nieuwsbrief is verstuurd gedurende de looptijd van de aanbieding van [Fonds 2] en is verstuurd aan iedereen die zich bij [A] hiervoor heeft ingeschreven en/of aan partners of (zakelijke) relaties van [A].⁴¹

⁴⁰ Er staat: "[...]."

⁴¹ Er staat: "[...]."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	20 van 45

Conclusie

Doordat in de Nieuwsbrief gedurende de looptijd waarin beleggers kunnen besluiten in te gaan op de aanbieding van [Fonds 2] (waarvoor een goedgekeurd prospectus is gepubliceerd), informatie door [A] is verstrekt die dient ter aanprijzing van de participaties van [Fonds 2], concludeert de AFM dat de Nieuwsbrief kwalificeert als ‘reclame(-uiting’) zoals gedefinieerd in artikel 2, onder k, Prospectusverordening.

3.3 Misleiding (artikel 5:20 lid 1 onder b Wft (oud) en artikel 22 lid 3 Prospectusverordening)

Zoals toegelicht in paragraaf 2.3.2 mag reclame op grond van artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft (voor reclame gepubliceerd voor 21 juli 2019) en artikel 22, derde lid, Prospectusverordening (voor reclame gepubliceerd vanaf 21 juli 2019) niet misleidend zijn.⁴² Er is sprake van misleiding als een consument of belegger door de informatie over een product op het verkeerde been wordt gezet, bijvoorbeeld als beleggingen worden vergeleken met sparen zonder daarbij het verschil in risico te vermelden of als de indruk wordt gewekt dat er sprake is van een vast rendement (of vaste rente) terwijl dit niet het geval is, in de mate waarin dit bijvoorbeeld bij een spaardeposito wel het geval is. De verwachtingen van de belegger kloppen dan niet met de werkelijkheid.⁴³

In de volgende paragraaf beschrijft de AFM haar bevindingen met betrekking tot de norm misleiding. Vervolgens beschrijft de AFM haar beoordeling en conclusie.

3.3.1 Bevindingen

Gesponsord artikel 1

In Gesponsord artikel 1 wordt het rendement van beleggen in [Fonds 1] vergeleken met spaarrente. Er staat:

- “[...]”

In bovengenoemde tekst wordt investeren in [Fonds 1] als een “*goed alternatief*” voor sparen benoemd. Er staat dat sparen momenteel weinig oplevert. Daarentegen wordt benoemd dat de [...] vraag naar [...] stabiel is (“[...]”). Nu de beleggingsstrategie van [Fonds 1] investeren in [...] is, is een stabiele markt positief voor dit fonds. Deze beschrijving wordt weliswaar licht genuanceerd door de zinsnede dat dit ‘[...]’, maar daar wordt tegelijkertijd tegenover gezet dat de vraag (naar [...]) ‘[...]’. Hierdoor blijft het beeld bestaan dat de vraag naar [...] stabiel is. De AFM constateert dat er verder geen informatie wordt verstrekt over de verschillen in risico’s tussen investeren in [Fonds 1] en sparen.

⁴² Zoals toegelicht in paragraaf 2.3.2 stelt de AFM vast dat er tussen artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft en artikel 22, derde lid, Prospectusverordening geen verschillen zijn met betrekking tot de invulling van de norm ‘misleiding’.

⁴³ Paragraaf 9.2 van de Beleidsregel.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	21 van 45

Gesponsord artikel 2

In Gesponsord artikel 2 wordt het rendement van beleggen in [Fonds 1] vergeleken met spaarrente. Er staat:

- “[...]”

In bovengenoemde tekst wordt investeren in [Fonds 1] prominent als een *“goed alternatief”* voor sparen benoemd. [...]. Er staat dat sparen momenteel weinig oplevert, terwijl de verwachting wordt gewekt dat het rendement van belegging in [Fonds 1] (juist) gaat stijgen door de zinsnede: “[...]”. De AFM constateert dat er verder geen informatie wordt verstrekt over de verschillen in risico’s tussen investeren in [Fonds 1] en sparen.

Gesponsord artikel 3

In Gesponsord artikel 3 wordt het rendement van beleggen in [Fonds 1] vergeleken met spaarrente. Er staat:

- “[...]”
- “[...]”

In bovengenoemde tekst wordt investeren in [Fonds 1] als een *“goed alternatief voor sparen”* benoemd. Er staat dat sparen momenteel weinig oplevert (“[...]”), terwijl investeren in [Fonds 1] een hoog rendement oplevert (“[...]”). De AFM constateert dat er verder geen informatie wordt verstrekt over de verschillen in risico’s tussen investeren in [Fonds 1] en sparen.

Vraaggesprek 2

In Vraaggesprek 2 wordt het volgende gezegd:

- [Bestuurder 1] zegt: “[...]”

In hoofdstuk 5 van het prospectus van [Fonds 2] staat beschreven dat het rendement op [Fonds 2] een prognose betreft.⁴⁴ Er is dus geen sprake van een ‘vast’ of ‘zeker’ rendement, zoals in beginsel het geval is bij obligaties en sparen. De AFM constateert dat [Bestuurder 1] niet benoemt dat het om een geprognosticeerd (dat wil zeggen beoogd/verwacht) rendement gaat, maar in plaats daarvan de suggestie wekt dat een vast rendement van [...] % wordt uitgekeerd.

3.3.2 Beoordeling

In Gesponsord artikel 1 t/m 3 wordt beleggen en sparen met elkaar vergeleken. Zo wordt investeren in [Fonds 1] beschreven als een *“goed alternatief”* voor sparen. De AFM stelt tegelijkertijd vast dat het in deze uitingen ontbreekt aan een nadere toelichting op de verschillen in risico tussen deze twee typen producten. Hiermee wordt, naar het oordeel van de AFM, de indruk gewekt dat investeren in [Fonds 1] en [Fonds 2] vergelijkbaar is met sparen. Dit is echter niet het geval, omdat investeren in [Fonds 1] en [Fonds 2] aanzienlijk risicovoller is dan sparen. Bij spaarproducten is er een zeer laag risico op het verlies van de inleg

⁴⁴ Op pagina [getal] van het prospectus staat: “[...]”

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	22 van 45

(het spaarbedrag), met name voor zover de inleg valt onder het depositogarantiestelsel.⁴⁵ Investeren in participaties van [Fonds 1] en [Fonds 2] is daarentegen aanzienlijk risicovoller, omdat het risicoprofiel van investeren in participaties van [Fonds 1] en [Fonds 2] gelijk is aan het risicoprofiel van aandelen (die niet zoals een spaarproduct onder een depositogarantiestelsel vallen). De AFM licht dit als volgt toe. Kenmerkend voor aandelen is dat de aandeelhouders als laatste gecompenseerd worden bij een faillissement. Als [Fonds 1] niet meer aan haar (financierings)verplichtingen kan voldoen – met als gevolg dat de beleggingsinstelling moet overgaan tot executieverkoop van [...] – dan zijn de participatiehouders (na de bank) de laatsten die (eventuele) gelden uit de boedel ontvangen. Daarbij zijn er verschillende materiële risico's die gepaard gaan met investeren in effecten (van [Fonds 1] en [Fonds 2]). De materiële risico's staan beschreven in de desbetreffende prospectussen.⁴⁶ Als één van deze risico's zich manifesteert, dan kan dit aanzienlijke negatieve gevolgen hebben voor de waarde van de participaties (van [Fonds 1] en [Fonds 2]). In vergelijking met sparen verwachten beleggers bij effecten (zoals [Fonds 1] en [Fonds 2]) dan ook een hoger rendement, aangezien beleggers gecompenseerd willen worden voor het hogere risico dat ze lopen.

Daarnaast staat in Vraaggesprek 2 dat [Fonds 2] “[...]” uitkeert. De bewoording “[...]” suggereert dat er vast rendement wordt uitgekeerd (ook in de situatie dat de (spaar)rente negatief wordt). In het prospectus staat echter dat het rendement een prognose betreft (d.w.z. een verwachting) en dat er een kans bestaat dat het gerealiseerde rendement afwijkt van het geprognosticeerde rendement. Vraaggesprek 2 schetst het beeld dat er sprake is van een gegarandeerd rendement zonder dat daar sprake van is. Dit wekt ten onrechte de indruk bij beleggers dat dit rendement een zekerheid is, terwijl dit niet het geval is.

3.3.3 Conclusie

Zoals toegelicht in paragrafen 1.1.3 en 1.1.4 zijn de participaties van [Fonds 1] en [Fonds 2] materieel vergelijkbaar met aandelen. Investeren in effecten, zoals de participaties van [Fonds 1] en [Fonds 2], en sparen zijn verschillend voor wat betreft rendement en risico's. Doorgaans brengt investeren in aandelen een hoger rendement mee, maar is het ook (veel) risicovoller dan sparen. [A] benoemt in Gesponsord artikel 1 t/m 3 dat investeren in [Fonds 1] en [Fonds 2] een “*goed alternatief*” is voor sparen en benadrukt daarbij enkel het verschil in rendement (hoger bij aandelen, lager bij sparen) zonder daarbij de verschillen in risico's te benoemen. Door de verschillen in risico's niet te benoemen, wordt door [A] belangrijke informatie niet vermeld en worden beleggers op het verkeerde been gezet. Beleggers krijgen immers de indruk dat er alleen verschillen zijn in de hoogte van het rendement. Om een volledig beeld te geven had [A] beleggers erop moeten wijzen dat beleggen in [Fonds 1] en [Fonds 2] gepaard gaat met meer risico's dan sparen. De AFM concludeert dat belangrijke informatie over de risico's ontbreekt en daarmee de informatie in Gesponsord artikel 1 t/m 3 misleidend is.

⁴⁵ De rente op spaarproducten is doorgaans dan ook zeer laag (tegenwoordig net boven de 0%).

⁴⁶ De materiële risico's behorende bij [Fonds 1] en [Fonds 2] zijn opgesomd in respectievelijk paragraaf 3.4.1.1 en 3.4.1.2.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	23 van 45

In Vraaggesprek 2 wordt ten onrechte het beeld geschetst dat er sprake is van een gegarandeerd rendement. Beleggers worden hierdoor op het verkeerde been gezet. Op basis hiervan concludeert de AFM dat de informatie in Vraaggesprek 2 misleidend is.

De bovengenoemde conclusies leiden tot het oordeel van de AFM dat [A] met Gesponsord artikel 1 t/m 3 artikel 5:20, eerste lid, onder b, Wft (oud), en met Vraaggesprek 2 artikel 22, derde lid, Prospectusverordening heeft overtreden.

3.4 Reclame niet in overeenstemming c.q. strookt niet met de informatie die in het prospectus is vermeld (artikel 5:20 lid 2 Wft (oud) en artikel 22 lid 4 Prospectusverordening)

Zoals toegelicht in paragraaf 2.3.3 dient reclame in overeenstemming te zijn c.q. te stroken met de informatie die in het prospectus is opgenomen (op grond van artikel 5:20, tweede lid, Wft (oud) en artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening). Zo mag reclame geen materieel onevenwichtig beeld geven van de informatie in het prospectus, bijvoorbeeld door negatieve aspecten van die informatie minder prominent te presenteren dan de positieve aspecten, door weglating of door selectieve weergave van bepaalde informatie (op grond van artikel 12, onder c, Gedelegeerde Verordening 2016 en artikel 16, eerste lid, onder c, Gedelegeerde Verordening 2019). In het prospectus staan zowel positieve als negatieve aspecten van de aanbieding beschreven. Om evenwichtig te zijn dienen daarom de vermelde positieve kenmerken van de effecten in goede verhouding te staan tot de negatieve kenmerken. Evenwichtige informatie bevat zowel de relevante voordelen als de relevante nadelen en risico's van de effecten, maakt de nadelen en risico's van het product even inzichtelijk als de voordelen en omschrijft de (beperkende) voorwaarden en risico's van kenmerken van het product die worden genoemd in een informatiedrager.⁴⁷ Daarnaast zullen niet-marktconforme kenmerken van het product nagenoeg altijd vermeld moeten worden.⁴⁸

In de volgende paragraaf beschrijft de AFM haar bevindingen met betrekking tot de norm dat reclame in overeenstemming dient te zijn c.q. dient te stroken met de informatie in het prospectus. Vervolgens beschrijft de AFM haar beoordeling en conclusie.

3.4.1 Bevindingen

Hieronder beschrijft de AFM per reclame-uiting haar bevindingen met betrekking tot de norm dat reclame in overeenstemming dient te zijn c.q. dient te stroken met de informatie in het prospectus. Deze bevindingen groepeerde de AFM per aanbieding, waarbij zij achtereenvolgens ingaat op de aanbieding inzake [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3].

⁴⁷ Beleidsregel, paragraaf 2.2.3.

⁴⁸ Beleidsregel, paragraaf 6.2.2.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	24 van 45

3.4.1.1 Aanbieding inzake [Fonds 1]

Vraaggesprek 1

In Vraaggesprek 1 worden door [Bestuurder 1] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 1] belicht:

- "[...]."
- "[...]".
- "[...]".
- "[...]".
- [...]
- "[...]".

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 1 met bovenstaande uitspraken de gestelde goede vooruitzichten, de gunstige concurrentiepositie van [Fonds 1], de [...], de hoge vraag naar [...] en de goedkope financiering positief worden belicht.

Gesponsord artikel 1

In Gesponsord artikel 1 worden door [A] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 1] belicht:

- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 1 met bovenstaande uitspraken de gestelde goede vooruitzichten van [...], de gunstige concurrentiepositie van [Fonds 1], het gemak van beleggen in een fonds, de goede kwaliteit van [...] positief worden belicht.

Gesponsord artikel 2

In Gesponsord artikel 2 worden door [A] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 1] belicht:

- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 2 met bovenstaande uitspraken de gestelde gunstige concurrentiepositie van [Fonds 1], de gunstige marktpositie en de voordelen van beleggen in [...] positief worden belicht.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	25 van 45

Gesponsord artikel 3

In Gesponsord artikel 3 worden door [A] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 1] belicht:

- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 3 met bovenstaande uitspraken de gestelde goede vooruitzichten, de [...], de beperkte kans op [...], de goede kwaliteit van [...], het hoge rendement en de lage rente (AFM: financieringsrente) positief worden belicht. In dit artikel wordt in algemene zin opgemerkt dat beleggen risico's kent. Tegelijkertijd wordt daartegenover gezet dat spreiding belangrijk is, er weer herstel is opgetreden en er relatief weinig negatiefs is gebeurd, waarna gerefereerd wordt aan het gebrek aan grote faillissementen. Bovendien wordt het risico van beleggen gemarginaliseerd door de toevoeging "[...]."

In het [Fonds 1]-Prospectus worden door [A] in het hoofdstuk "*Risicofactoren*" een aantal materiële risico's beschreven die horen bij de aanbieding van [Fonds 1].⁴⁹ In de samenvatting van het [Fonds 1]-prospectus onderscheidt [A] twee categorieën risico's: risico's die specifiek zijn voor een [...] en risico's die samenhangen met de participaties. Daarnaast merkt [A] op: "[...]."⁵⁰ In het algemeen geldt dat manifestaties van deze risico's de rentabiliteit (opbrengst) neerwaarts kunnen beïnvloeden en dat risico's elkaar kunnen versterken. De AFM haalt hieronder een aantal materiële risico's aan die in het [Fonds 1]-prospectus staan vermeld:

1. Een belangrijke eigenschap van de participaties in [Fonds 1] is de beperkte verhandelbaarheid. [Fonds 1] is closed-end waardoor beleggers gedurende de looptijd niet kunnen uittreden. Een belegger die zijn belegging wil verkopen, om de dan geldende waarde (mogelijk met waardevermeerdering) weer liquide te maken, kan dit uitsluitend doen door aan een derde te verkopen. De effecten van [Fonds 1] zijn niet beursgenoteerd en er is (dus) geen liquide markt.⁵¹ Als beleggers hun participatie in [Fonds 1] willen verkopen om zo weer liquide middelen te ontvangen, dan koopt [A] de effecten alleen in onder de voorwaarde dat de effecten ook tegelijkertijd aan derden uitgegeven kunnen worden. Een koper vinden is niet zeker, evenals de vraag of er dan tegen de actuele waarde kan worden overgedragen. De overdracht kan alleen plaatvinden als alle

⁴⁹ In het [Fonds 1]-prospectus benadrukt [A] het belang van deze risico's. Zo staat er op pagina [getal] van het prospectus: "[...]."

⁵⁰ Pagina [getal] van het [Fonds 1]-prospectus.

⁵¹ Op pagina [getal] van het [Fonds 1]-prospectus staat: "[...]."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	26 van 45

(andere) participatiehouders en de beherend vennoot van [Fonds 1] hiervoor toestemming verlenen.⁵² Daarbij brengt de beherend vennoot dan wel de beheerder een bedrag van € [bedrag] in rekening voor deze inkoop. Als gevolg van deze beperkte liquiditeit (en bijkomende kosten) zal de prijs waartegen de stukken worden verkocht naar verwachting lager zijn dan de intrinsieke waarde van de effecten. De AFM stelt vast dat een belangrijk kenmerk van dit fonds is dat beleggers niet eenvoudig hun inleg weer liquide kunnen maken.

2. Een ander materieel risico is de onbepaalde looptijd van [Fonds 1]. Beleggers kunnen hun rendementen uit waardeinstijgingen realiseren als [...] (tegen hogere waarde) verkocht wordt en [...] beëindigd wordt. Het is de intentie om [Fonds 1] [getal] jaar voort te zetten, maar de looptijd van [...] is voor onbepaalde duur. Als de marktomstandigheden ongunstig zijn, dan kan de ' [...] ' besluiten om de verkoop van [...] uit te stellen (waarbij het onzeker is wanneer [...] dan wel verkocht gaat worden).⁵³ De beleggers blijven dan aan hun belegging gebonden. De AFM stelt vast dat beleggers niet de zekerheid hebben dat hun beleggingen in [Fonds 1] na [getal] jaar (na aanvang van [Fonds 1]) liquide gemaakt worden en dat dit, en de waarde waartegen, afhangt van de dan geldende marktomstandigheden. Gecombineerd met de beperkte verhandelbaarheid, zoals hierboven toegelicht, constateert de AFM dat beleggers in de praktijk – eenmaal ingestapt – moeilijk weer kunnen uitstappen en dat het moment waarop beleggers weer over hun inleg kunnen beschikken onzeker is gezien de onbepaalde duur van de beleggingsinstelling.
3. Het [Fonds 1]-prospectus beschrijft ook het materiële risico dat samenhangt met herfinanciering van [...]. Zoals toegelicht is de beoogde looptijd van de beleggingsinstelling [getal] jaar, maar kan dit mogelijk langer zijn als de marktomstandigheden op dat moment tegenvallen. [...] wordt met [getal]% vreemd vermogen ([...]) gefinancierd.⁵⁴ Als na afloop van de financiering [...] niet beschikt over voldoende liquiditeiten om de leningen af te lossen, dan zal er dus een herfinanciering moeten plaatsvinden. De nieuwe financieringsafspraken kunnen minder gunstig zijn dan de huidige, bijvoorbeeld door een hogere rente. Het kan zelfs zo zijn dat er geen andere financiering kan worden gevonden. De beheerder heeft op dat moment niet de vrijheid om een gunstig moment voor verkoop af te wachten en de mogelijkheid bestaat dat [...] met verlies moet worden verkocht. Tevens zijn er bij de financiering bepaalde convenanten afgesproken. Als deze convenanten doorbroken worden, dan wordt de financiering opeisbaar. Dit kan gebeuren als bijvoorbeeld door ongunstige marktomstandigheden de (reële) waarde van [...] daalt. Als een convenant doorbroken wordt, dan is de leningverstrekker gerechtigd [...] te verkopen. De AFM stelt vast dat een herfinanciering mogelijk nodig is als [...] niet na [getal] jaar beëindigd kan worden. Het is onzeker voor beleggers wat de nieuwe voorwaarden precies gaan inhouden en wat de prognose dan is voor het direct beleggingsrendement. Tevens stelt de AFM vast dat de financieringen gepaard gaan met bepaalde voorwaarden (convenanten) die ongunstig kunnen uitpakken voor beleggers, bijvoorbeeld door een gedwongen verkoop op het moment dat de waarde van [...] te veel daalt.

⁵² Pagina [getal] van het [Fonds 1]-prospectus vermeldt dat [...].

⁵³ [...].

⁵⁴ Op pagina [getal] van het [Fonds 1]-prospectus wordt gesteld: "[...]". Op pagina [getal] van het [Fonds 1]-prospectus wordt gesteld dat [...].

Datum 1 februari 2021
Ons kenmerk [...]
Pagina 27 van 45

4. De beleggers ontvangen gedurende de looptijd direct beleggingsrendement. Dit directe beleggingsrendement is afhankelijk van enkele materiële risico's, waaronder het [...]risico en het [...] en [...]risico. [...] is gefinancierd met vreemd vermogen. Daarover moet rente worden betaald. Zolang de rentelasten lager zijn dan het exploitatieresultaat, heeft dit positieve invloed op het directe beleggingsrendement. Deze financieringsrente is deels voor een aantal jaren vastgelegd en deels afgesloten tegen een variabele rente. Deze variabele rente kan fluctueren. Het directe beleggingsrendement kan onder meer daardoor ook fluctueren. Ook het hiervoor aangehaald herfinancieringsrisico kan invloed hebben op het directe beleggingsrendement, evenals het niet nakomen van convenanten, waardoor [...] mogelijk verkocht zou moeten worden en er geen [...] zijn waardoor het direct beleggingsrendement achterwege blijft. Ook financiële problemen bij [...] kunnen ertoe leiden dat er geen, of minder [...] worden verkregen en het direct beleggingsrendement niet of slechts deels kan worden uitbetaald.

Gedurende het gehele Vraaggesprek 1 en in Gesponsord artikel 1 t/m 3 belicht [A] een aantal positieve aspecten van [Fonds 1]. Zo beschrijft [A] dat investeren in [...] een mooi alternatief is voor sparen, er een goed rendement kan worden verkregen, de financieringsrente laag is en waarschijnlijk laag blijft, en [...]. In deze reclame-uitingen wordt geen aandacht besteed aan materiële risico's die kenmerkend zijn voor deze aanbieding. Alleen in Gesponsord artikel 3 wordt enige aandacht besteed aan de risico's van beleggen in het algemeen ("[...]"). Dit is echter zeer minimaal en algemeen. Er wordt geen aandacht besteed aan de fondsspecifieke risico's die in het [Fonds 1]-prospectus benoemd staan. Ook staat er dat: "[...]". De ernst van dit negatieve aspect wordt echter direct gemitigeerd door te stellen dat "[...]" en [...] "[...]"⁵⁵ Hierdoor geven Vraaggesprek 1 en Gesponsord artikel 1 t/m 3 een materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus van [Fonds 1].

Door al deze kenmerken in haar reclame-uitingen positief te beschrijven, zonder aandacht te besteden aan de materiële risico's die daarmee gepaard gaan geven Vraaggesprek 1 en Gesponsord artikel 1 t/m 3 naar het oordeel van de AFM een materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus van [Fonds 1].

3.4.1.2 Aanbieding inzake [Fonds 2]

Vraaggesprek 2

In Vraaggesprek 2 worden door [Bestuurder 1] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 2] belicht:

- "[...]"
- "[...]"
- "[...]"
- [...]: "[...]" Reactie [A]: "[...]"

⁵⁵ De volledige tekst in Gesponsord artikel 3 is: "[...]"

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	28 van 45

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 2 met bovenstaande uitspraken een aantal belangrijke kenmerken van de aanbieding positief belicht, zoals de hoge vraag naar [...] en de goede vooruitzichten van de [...].

Gesponsord artikel 4

In Gesponsord artikel 4 worden door [A] de volgende aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 2] belicht:

- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."

De AFM constateert dat in Gesponsord artikel 4 met bovenstaande uitspraken [...], de spreiding van kansen en risico's, de deskundigheid van de beheerder, de lage kosten van de beleggingsinstelling en het hoge rendement positief worden belicht.

In Gesponsord artikel 4 wordt het volgende gezegd over risico's:

- "[...]."

Vraaggesprek 3 ([Fonds 2])

In Vraaggesprek 3 worden door [Bestuurder 1] aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 2] belicht:

- [...]: "[...]" [Bestuurder 1]: "[...]."
- [Bestuurder 1]: "[...]."

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 3 met bovenstaande uitspraken de gestelde gunstige marktpositie van de beleggingsinstelling ([...]) positief worden belicht.

In het [Fonds 2]-prospectus worden door [A] in het hoofdstuk "Risicofactoren" een aantal materiële risico's beschreven die behoren bij de aanbieding van [Fonds 2].⁵⁶ In de samenvatting van het [Fonds 2]-prospectus onderscheidt [A] twee categorieën risico's: risico's die specifiek zijn voor een [...] en risico's die samenhangen met de participaties. Daarnaast merkt [A] op: "[...]."⁵⁷ In het algemeen geldt dat manifestatie van deze risico's de rentabiliteit (opbrengst) neerwaarts kan beïnvloeden en dat risico's elkaar kunnen versterken. De AFM haalt hieronder een aantal materiële risico's aan die in het prospectus staan vermeld:

1. Net als [Fonds 1] is een belangrijke eigenschap van de participaties in [Fonds 2] de beperkte verhandelbaarheid. Ook [Fonds 2] is closed-end waardoor beleggers gedurende de looptijd niet kunnen uittreden. De effecten van [Fonds 2] zijn niet beursgenoteerd en er is (dus) geen liquide markt.⁵⁸ Een belegger kan uitsluitend participaties overdragen door [...] de participaties te laten inkopen. Beleggers dienen een schriftelijk verzoek in te dienen en zelf de (toekomstige) participant(en) aan te wijzen. De procedure wordt tweemaal per jaar aangeboden door [...] en per

⁵⁶ In het [Fonds 2]-prospectus benadrukt [A] het belang van deze risico's. Zo staat er op pagina [getal]: "[...]."

⁵⁷ Pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus.

⁵⁸ Op pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus wordt gesteld: "[...]."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	29 van 45

overdracht wordt er € [bedrag] aan kosten in rekening gebracht.⁵⁹ Als gevolg van deze beperkte liquiditeit (en bijkomende kosten) zal de prijs waartegen de stukken worden verkocht naar verwachting lager zijn dan de intrinsieke waarde van de effecten. De AFM stelt vast dat, net als bij [Fonds 1], een belangrijk kenmerk van dit fonds is dat beleggers niet eenvoudig hun inleg weer liquide kunnen maken;

2. Een ander materieel risico is de onbepaalde looptijd van [Fonds 2]. De looptijd is afhankelijk van de verkoop van [...]. Beleggers kunnen hun rendementen uit waardeinstijgingen realiseren als [...] (tegen hogere waarde) verkocht wordt en [...] beëindigd wordt. Een voorstel tot verkoop van [...] wordt in beginsel niet eerder dan [getal] jaar na het aangaan van de beleggingsinstelling gedaan. Een besluit tot verkoop en vervreemding van [...] – ongeacht de vorm waarin – genomen gedurende de eerste vijf jaar na oprichting van [Fonds 2], behoeft de goedkeuring van de '[...]' met ten minste een gewone meerderheid van het aantal uitstaande participaties.⁶⁰ Een besluit tot verkoop dat wordt genomen na de eerste [getal] jaar na oprichting van [...] behoeft de goedkeuring van de [...] met ten minste een gewone meerderheid van het aantal uitgebrachte stemmen.⁶¹ De beheerder ([A]) roept ten minste één maal per jaar de [...] bijeen.⁶² Als de marktomstandigheden ongunstig zijn, dan kan de [...] besluiten om de verkoop van [...] uit te stellen (waarbij het onzeker is wanneer [...] dan wel verkocht gaat worden). Participanten blijven dan (dus) aan hun belegging gebonden. De AFM stelt vast dat beleggers niet de zekerheid hebben dat hun beleggingen in [Fonds 2] na [getal] jaar liquide (na aanvang van het [Fonds 2]) gemaakt wordt en dat dit, en de waarde waartegen, afhangen van de dan geldende marktomstandigheden. Gecombineerd met de beperkte verhandelbaarheid, zoals hierboven toegelicht, constateert de AFM dat beleggers in de praktijk – eenmaal ingestapt – moeilijk kunnen uitstappen en dat het moment waarop beleggers weer over hun inleg kunnen beschikken onzeker is gezien de onbepaalde duur van de beleggingsinstelling.
3. Het [Fonds 2]-prospectus beschrijft ook het materiële risico dat samenhangt met herfinanciering van [...]. Zoals toegelicht is de looptijd van de beleggingsinstelling [getal] jaar, maar kan dit mogelijk langer zijn als de marktomstandigheden op dat moment tegenvallen. [...] wordt met [getal]% vreemd vermogen ([...]) gefinancierd.⁶³ De financiering loopt af op [datum], [getal] jaar na aanvang van de beleggingsinstelling. Aan het eind van de looptijd moet elke lening worden verlengd of afgelost. Als na afloop van de financiering [...] niet beschikt over voldoende liquiditeiten om de leningen af te lossen, dan zal er dus een herfinanciering moeten plaatsvinden. De nieuwe financieringsafspraken kunnen minder gunstig zijn dan de huidige, bijvoorbeeld door een hogere rente. Het kan zelfs zo zijn dat er geen andere financiering kan worden gevonden. De beheerder heeft op dat moment niet de vrijheid om een gunstig moment voor verkoop af te wachten en de mogelijkheid bestaat dat dat [...] met verlies moet worden verkocht. Tevens zijn er bij de financieren bepaalde convenanten afgesproken. Als deze convenanten doorbroken worden, dan wordt [...] opeisbaar. Dit kan gebeuren als bijvoorbeeld door ongunstige marktomstandigheden de

⁵⁹ Op pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus wordt gesteld: "[...]."

⁶⁰ [...].

⁶¹ Zie pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus.

⁶² Zie artikel [getal] van de fondsvoorwaarden in het [Fonds 2]-prospectus.

⁶³ Op pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus wordt gesteld: "[...]."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	30 van 45

[...] lager zijn dan verwacht.⁶⁴ Als een convenant doorbroken wordt, dan wordt [...] opeisbaar. De AFM stelt vast dat een herfinanciering mogelijk nodig is als [...] niet na [getal] jaar beëindigd kan worden. Het is onzeker voor beleggers wat de nieuwe voorwaarden precies gaan inhouden en wat de prognose is voor het direct beleggingsrendement. Tevens stelt de AFM vast dat de financieringen gepaard gaan met bepaalde voorwaarden (convenanten) die ongunstig kunnen uitpakken voor beleggers, bijvoorbeeld door een gedwongen verkoop op het moment dat de [...] van de beleggingsinstelling te veel dalen.

4. De beleggers ontvangen gedurende de looptijd direct beleggingsrendement. Dit directe beleggingsrendement is afhankelijk van enkele materiële risico's, waaronder het renterisico en het [...] en [...]risico. [...] is gefinancierd met vreemd vermogen. Daarover moet rente worden betaald. Zolang de rentelasten lager zijn dan het exploitatieresultaat, heeft dit positieve invloed op het directe beleggingsrendement, maar als de financieringsrente stijgt of de baten van [...] afnemen (door [...] bijvoorbeeld), dan zal dit een negatieve invloed hebben op het directe beleggingsrendement. Deze financieringsrente is deels voor een aantal jaren vastgelegd. Het hiervoor aangehaald herfinancieringsrisico kan invloed hebben op het directe beleggingsrendement, evenals het niet nakomen van convenanten, waardoor [...] mogelijk verkocht zou moeten worden en er geen [...] zijn en het direct beleggingsrendement achterwege blijft. Ook financiële problemen bij de [...] kunnen ertoe leiden dat er geen, of minder [...] worden verkregen en het direct beleggingsrendement niet of slechts deels kan worden uitbetaald.

Gedurende het gehele Vraaggesprek 2 en Vraaggesprek 3, en in Gesponsord artikel 4 noemt [A] vele positieve aspecten van [Fonds 2] en licht zij deze toe. Deze punten komen uitgebreid aan bod. In de bovengenoemde reclame wordt daarentegen niet ingegaan op de materiële risico's die samenhangen met investeren in [Fonds 2], zoals de beperkingen in de verhandelbaarheid, onzekerheden over de daadwerkelijke looptijd, het bestaan van convenanten waarbij [...] opgeëist kan worden en onzekerheden over eventuele nieuwe voorwaarden bij een herfinanciering.

Slechts in Gesponsord artikel 4 wordt enige aandacht besteed aan de risico's van beleggen ("[...]"). Deze verwijzing naar het bestaan van risico's is echter zeer minimaal en algemeen. Er wordt geen aandacht besteed aan specifieke risico's van de beleggingsinstelling die in het [Fonds 2]-prospectus benoemd staan.

Doordat er tijdens Vraaggesprek 2, Vraaggesprek 3 en Gesponsord artikel 4 uitgebreid aandacht wordt besteed aan de positieve kenmerken, waaronder de resultaten van [A] en zeer beperkt dan wel geen aandacht is besteed aan de negatieve aspecten, waaronder de risico's, komt de AFM tot het oordeel dat de verstrekte dan wel beschikbaar gestelde informatie een materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus van [Fonds 2] geeft.

⁶⁴ Op pagina [getal] van het [Fonds 2]-prospectus wordt gesteld: "[...]."

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	31 van 45

3.4.1.3 Aanbieding inzake [Fonds 3]

Vraaggesprek 3 ([Fonds 3])

In Vraaggesprek 3 worden door [Bestuurder 1] aspecten van de aanbieding aangaande [Fonds 3] belicht:

- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."
- "[...]."

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 3 met bovenstaande uitspraken de gestelde kwaliteit van de portefeuille, de vooruitzichten op een gunstige [...], de goedkope financiering en de gunstige concurrentiepositie positief worden belicht.

In het [Fonds 3]-prospectus worden door [A] in het hoofdstuk "*Risicofactoren*" een aantal materiële risico's beschreven die behoren bij de aanbieding van [Fonds 3].⁶⁵ In de samenvatting van het [Fonds 3]-prospectus onderscheidt [A] twee categorieën risico's: risico's die specifiek zijn voor een [...] en risico's die samenhangen met de participaties. Daarnaast merkt [A] op: "[...]."⁶⁶ In het algemeen geldt dat manifestaties van deze risico's de rentabiliteit (opbrengst) neerwaarts beïnvloeden en dat risico's elkaar kunnen versterken. De AFM haalt onderstaand een aantal materiële risico's aan die in het [Fonds 3]-prospectus staan vermeld:

1. Een belangrijke eigenschap van de participaties in [Fonds 3] is de beperkte verhandelbaarheid. [Fonds 3] is closed-end waardoor beleggers gedurende de looptijd niet kunnen uittreden. Een belegger die zijn belegging wil verkopen, om de dan geldende waarde (mogelijk met waardevermeerdering) weer liquide te maken, kan dit uitsluitend doen door aan een derde te verkopen. De effecten van [Fonds 3] zijn (tot op heden) niet beursgenoteerd en er is (dus) geen liquide markt.⁶⁷ Als beleggers hun participatie in [Fonds 3] willen verkopen om zo weer liquide middelen te ontvangen, dan dienen beleggers zelf een koper te vinden. Participaties kunnen slechts met goedkeuring van de beheerder worden overgedragen, ongeacht of deze overdracht plaatsvindt via een (handels)platform of anderszins.⁶⁸ De beheerder zal toestemming niet onthouden tenzij, naar het uitsluitende oordeel van de beheerder, deze transactie in strijd zou zijn met de belangen van [Fonds 3] of (overige) participanten van [Fonds 3]. Voor de levering van een participatie is vereist een daartoe bestemde notariële of onderhandse akte en mededeling daarvan aan de administratiekantoren door de vervreemder of verkrijger of een andere door de beheerder te bepalen wijze waarbij de levering afdoende wordt vastgelegd.⁶⁹ Ten behoeve van de handel op de

⁶⁵ In het [Fonds 3]-prospectus benadrukt [A] het belang van deze risico's. Zo staat er op pagina [getal] van het prospectus: "[...]."

⁶⁶ Pagina [getal] van het [Fonds 3]-prospectus.

⁶⁷ Op pagina [getal] van het [Fonds 3] wordt gesteld: "[...]."⁶⁸ De AFM heeft vastgesteld dat [Fonds 3] er tot op heden geen notering aan NPEX heeft aangevraagd.

⁶⁸ Zie pagina [getal] van het [Fonds 3]-prospectus.

⁶⁹ Zie pagina [getal] van het [Fonds 3]-prospectus.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	32 van 45

secundaire markt stelt de beheerder een handelswaarde van de participaties vast, gebaseerd op de intrinsieke waarde van [Fonds 3]. In het prospectus staat dat de beheerder hierbij echter een bepaalde vrijheid heeft, waardoor er een aanzienlijk verschil kan optreden tussen de handelswaarde en de intrinsieke waarde.⁷⁰ Dit kan ertoe leiden dat bij verkoop de verkopende partij een lagere prijs ontvangt dan de intrinsieke waarde. Aan de overdracht van de participaties zijn dus strikte voorwaarden verbonden (waarbij de beheerder invloed heeft op de handelswaarde) en is er tevens sprake van een beperkte liquiditeit. De prijs waartegen de stukken worden verkocht zal daarmee naar verwachting lager zijn dan de intrinsieke waarde van de effecten. De AFM stelt vast dat een belangrijk kenmerk van dit fonds is dat beleggers niet eenvoudig hun (volledige) inleg weer liquide kunnen maken.

2. Een ander materieel risico is de onbepaalde looptijd van [Fonds 3]. Beleggers kunnen hun rendementen uit waardeinstijgingen realiseren als [...] (tegen hogere waarde) verkocht wordt en [...] beëindigd wordt. [Fonds 3] kent geen vastgesteld beleid dat [...] na een bepaalde tijd dient te worden verkocht of dat [...] na een bepaalde tijd wordt beëindigd. De AFM stelt vast dat beleggers geen zekerheid hebben over wanneer hun belegging (weer) liquide gemaakt kan worden. Tevens hangt de waarde waartegen [...] liquide wordt gemaakt af van de dan geldende marktomstandigheden. Gecombineerd met de beperkte verhandelbaarheid, zoals hierboven toegelicht, constateert de AFM dat beleggers in de praktijk – eenmaal ingestapt – moeilijk kunnen uitstappen en dat het moment waarop beleggers weer over hun inleg kunnen beschikken onzeker is gezien de onbepaalde duur van de beleggingsinstelling.
3. Het [Fonds 3]-prospectus beschrijft ook het materiële risico dat samenhangt met herfinanciering van [...]. Zoals toegelicht is de looptijd van de beleggingsinstelling onbepaald en is er geen beleid over wanneer [...] verkocht gaat worden. [...] wordt (minimaal) met [getal]% vreemd vermogen ([...]) gefinancierd.⁷¹ Aan het eind van de looptijd moet elke lening worden verlengd of afgelost. Alle huidige financieringen lopen af binnen [getal] jaar na aanvang van de beleggingsinstelling.⁷² Als na afloop van de financiering [...] niet beschikt over voldoende liquiditeiten om de leningen af te lossen, dan zal er dus een herfinanciering moeten plaatsvinden. De nieuwe financieringsafspraken kunnen minder gunstig zijn dan de huidige, bijvoorbeeld door een hogere rente. Het kan zelfs zo zijn dat er geen andere financiering kan worden gevonden. De beheerder heeft op dat moment niet de vrijheid om een gunstig moment voor verkoop af te wachten en de mogelijkheid bestaat dat [...] met verlies moet worden verkocht. De AFM stelt vast dat een herfinanciering mogelijk nodig is als [...] niet voor de afloop van de financieringen beëindigd wordt. Het is onzeker voor beleggers wat de nieuwe voorwaarden precies gaan inhouden en wat de prognose is voor het direct beleggingsrendement.
4. Bij de financieringen zijn bepaalde convenanten afgesproken. Als deze convenanten doorbroken worden, dan wordt de financiering opeisbaar. Dit kan gebeuren als bijvoorbeeld door ongunstige marktomstandigheden de (reële) waarde van [...] daalt. Als een convenant doorbroken wordt, dan

⁷⁰ Zie pagina [getal] van het [Fonds 3]-prospectus.

⁷¹ Pagina [getal] van het [Fonds 3]-prospectus beschrijft: “[...]” In het prospectus staat beschreven dat voorafgaande aan de reguliere aanbieding van participaties van [Fonds 3], [Fonds 3] haar huidige obligatiehouders de mogelijkheid biedt om diens obligaties om te wisselen voor participaties (de omwisseling).

⁷² [...]

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	33 van 45

is de leningverstrekker gerechtigd [...] te verkopen. Dit kan nadelig zijn voor beleggers, bijvoorbeeld door een gedwongen verkoop op het moment dat de waarde van [...] te veel daalt.

5. De beleggers ontvangen gedurende de looptijd direct beleggingsrendement. Dit directe beleggingsrendement is afhankelijk van enkele materiële risico's, waaronder het renterisico en het [...] en [...]risico. [...] wordt voor (minimaal) [getal]% gefinancierd met vreemd vermogen. Daarover moet rente worden betaald. Zolang de rentelasten lager zijn dan het exploitatieresultaat, heeft dit positieve invloed op het directe beleggingsrendement. Echter, indien de financieringsrente stijgt of de baten van [...] afnemen, dan kan deze hoge schuldenratio een (versterkend) negatief effect hebben. Dit risico is groter naarmate de schuldpositie groter is. Deze financieringsrente is deels voor een aantal jaren vastgelegd en deels afgesloten tegen een variabele rente. Deze variabele rente kan fluctueren. Het directe beleggingsrendement kan onder meer daardoor ook fluctueren. Ook het hiervoor aangehaald herfinancieringsrisico kan invloed hebben op het directe beleggingsrendement, evenals het niet nakomen van convenanten, waardoor [...] mogelijk verkocht zou moeten worden en er geen [...]opbrengsten zijn en het direct beleggingsrendement achterwege blijft. Ook financiële problemen bij de [...] kunnen ertoe leiden dat er geen, of minder [...]opbrengsten worden verkregen en het direct beleggingsrendement niet of slechts deels kan worden uitbetaald.

Gedurende Vraaggesprek 3 noemt [A] een aantal positieve aspecten van [Fonds 3] en licht zij deze toe. In de bovengenoemde reclame wordt daarentegen niet ingegaan op de materiële risico's die samenhangen met investeren in [Fonds 3], zoals de beperkingen in de verhandelbaarheid, onzekerheden over de daadwerkelijke looptijd, het bestaan van convenanten waarbij [...] opgeëist kan worden en onzekerheden over eventuele nieuwe voorwaarden bij een herfinanciering.

Doordat tijdens Vraaggesprek 3 uitgebreid aandacht wordt besteed aan de positieve kenmerken en geen aandacht is besteed aan de negatieve aspecten, waaronder de risico's, komt de AFM tot het oordeel dat de verstrekte dan wel beschikbaar gestelde informatie een materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus van [Fonds 3] geeft.

3.4.2 Beoordeling

Het prospectus is de gezaghebbende bron van informatie over de aanbieding.⁷³ Reclame met betrekking tot een aanbieding waarvoor een prospectus is opgesteld dient een gebalanceerd beeld te geven van de informatie uit het prospectus. Dit betekent dat de vermelde positieve aspecten uit het prospectus in goede verhouding dienen te staan met de negatieve aspecten.

Positieve aspecten van de aanbieding zijn bijvoorbeeld de gestelde goede vooruitzichten, het rendement, of de gunstige marktpositie. Onder de negatieve aspecten verstaat de AFM de (materiële) risico's (zoals beschreven in het verplichte hoofdstuk 'risicofactoren' in het prospectus) en negatieve kenmerken zoals een beperkte verhandelbaarheid van de effecten. De materiële risico's van de aanbieding worden door de

⁷³ Overweging 9, Gedelegeerde Verordening 2016.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	34 van 45

Europese wetgever als essentiële informatie beschouwd bij het nemen van een beleggingsbeslissing.⁷⁴ Zo dienen in de samenvatting van het prospectus de voornaamste risico's van de aanbieding beschreven te worden, zodat beleggers een goed overzicht krijgen van de belangrijkste risico's die gepaard gaan met de aanbieding. Aangezien de risico's een belangrijk onderdeel vormen van het prospectus en reclame een materieel evenwichtige presentatie dient te zijn van de informatie van dat prospectus, is het opnemen van de risico's – in het geval er positieve aspecten van de aanbieding beschreven staan – nodig om de informatie voldoende in evenwicht te brengen.

Zoals toegelicht in paragraaf 3.4.1 worden in de prospectussen van [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] aangaande de desbetreffende aanbiedingen meerdere risico's en negatieve aspecten benoemd, waaronder de beperkte handelbaarheid, de onbepaalde looptijd, convenanten die behoren bij de financiering en onzekerheden over nieuwe voorwaarden in het geval van herfinanciering. In de prospectussen wordt door [A] zelf ook benadrukt hoe belangrijk de risico's zijn bij het nemen van een beleggingsbeslissing. Om geen materieel onevenwichtig beeld te geven van de informatie in de desbetreffende prospectussen dient de reclame dus mede aandacht te besteden aan deze negatieve aspecten.

De AFM heeft geconstateerd dat in de Vraaggesprekken en in de Gesponsorde artikelen 1 t/m 4 veel aandacht besteed wordt aan de positieve aspecten van de aanbieding. In deze reclame-uitingen wordt onder meer ingegaan op de gestelde goede vooruitzichten van [...], de gunstige marktomstandigheden en de kwaliteiten van de beheerder. Om te voorkomen dat een materieel onevenwichtig beeld wordt gegeven van de informatie in het prospectus, dient in deze reclame-uitingen dan ook aandacht besteed te worden aan de negatieve aspecten van de aanbieding die beschreven staan in het bijbehorende prospectus, zoals de (materiële) risico's. Slechts in Gesponsord artikel 3 en Gesponsord artikel 4 is in algemene zin verwezen naar de risico's van beleggen. De vermelding dat er 'risico's' zijn is echter zeer summier en veel minder gedetailleerd dan de beschrijving van de positieve aspecten. In alle overige reclame-uitingen wordt geen aandacht besteed aan de risico's en de negatieve eigenschappen, zoals de beperkingen in de handelbaarheid, onzekerheden over de daadwerkelijke looptijd, het bestaan van convenanten waarbij [...] opgeëist kan worden en onzekerheden over eventuele nieuwe voorwaarden bij een herfinanciering.

Reactie [A]

De AFM heeft [A] op 24 februari 2020 erop gewezen dat de informatie in Vraaggesprek 3 met betrekking tot [Fonds 3] niet strookt met het prospectus. [Bestuurder 1] heeft namens [A] in reactie hierop aangegeven het niet eens te zijn met deze constatering.⁷⁵ Hij geeft aan dat er op zijn initiatief een tweetal risico's aan de orde zijn gesteld in Vraaggesprek 3, namelijk [...] en het feit dat de herfinanciering nog niet is afgesloten.

⁷⁴ Op grond van de Prospectusrichtlijn (oud) en de Prospectusverordening is de beschrijving van de materiële risico's in het prospectus verplicht (door middel van de beschrijving van zogenoemde 'risicofactoren'). ESMA heeft hier ook specifieke guidance voor opgesteld in de ESMA Guidelines on risk factors (referentienummer ESMA31-62-1217). Overweging 28 van de Prospectusverordening beschouwt risico's (samen met de belangrijkste kenmerken van de aanbieding) als essentiële informatie die beleggers nodig hebben om hun beleggingsbeslissing te kunnen nemen.

⁷⁵ In gesprek met de AFM op 24 februari 2020 (zie Bijlage 2A) heeft [Bestuurder 1] m.b.t. de norm dat de informatie in Vraaggesprek 3 niet in overeenstemming is met de informatie in het prospectus (niet evenwichtig) als volgt

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	35 van 45

De AFM wil in dit Besluit een reactie hierop geven. Met betrekking tot het noemen van de [...] constateert de AFM dat er inderdaad aandacht is besteed in Vraaggesprek 3 aan [...]. Dat [...] een materieel risico vormt voor [...] (en daarmee [Fonds 3]), zoals beschreven op pagina's [getal] en [getal] van het [Fonds 3]-prospectus, wordt niet benoemd in Vraaggesprek 3. De AFM constateert dat de informatie over [...] die verstrekt wordt in Vraaggesprek 3 juist overwegend positief is ("[...]” en “[...]”).⁷⁶

Met betrekking tot het benoemen van de financiering constateert de AFM dat er inderdaad aandacht is besteed aan het feit dat er sprake is van een financiering ("[...]”). Dat de financiering gepaard gaat met materiële risico, zoals beschreven in het [Fonds 3]-prospectus, wordt niet benoemd in Vraaggesprek 3. De AFM constateert dat de informatie over de financiering juist overwegend positief is ("[...]”).⁷⁷ Belangrijke aspecten ten aanzien van de financiering die beschreven staan in het [Fonds 3]-prospectus worden niet benoemd, zoals dat [Fonds 3] met relatief veel vreemd vermogen wordt gefinancierd ([getal]% vreemd vermogen), dat de reeds afgesloten financieringen binnen [getal] jaar na aanvang van [Fonds 3] aflopen, dat er convenanten afgesproken zijn die nadelig kunnen zijn voor [Fonds 3] en dat er materiële risico's kleven aan de (her)financiering van [...] (bijvoorbeeld dat de nieuwe financieringsafspraken minder gunstig kunnen zijn).⁷⁸

Ondanks dat door [A] de [...] en herfinanciering aangehaald zijn in Vraaggesprek 3, wordt hierover overwegend informatie verstrekt die positief van aard is en wordt tegelijkertijd relevante (negatieve) informatie uit het prospectus, die nodig is om geen materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus te geven, niet benoemd.

gereageerd: “Wat we hebben gedaan is wel wijzen op de risico's, dat we uitgaan van financiering in het prospectus terwijl die er nog niet is. Daarmee benoem ik het risico wel. Qua [...] ging het ook om het benoemen van een risico. Volgens mij zijn dat zaken op mijn verzoek – ik heb zelf aan de interviewer gevraagd of hij het hier over wil hebben want dan begrijpen mensen dat er ook andere methoden zijn om [...] te kopen. Dat dat nog niet veel voorstelt is een feitelijkheid, geen opinie, dit zijn gewoon cijfers. Ik begrijp dat ik het risico anders had moeten formuleren, maar volgens mij heb ik dat juist wel benoemd.” In reactie op het bovengenoemde telefoongesprek heeft [Bestuurder 1] in een email op 24 februari 2020 (zie Bijlage 2B) het volgende toegelicht: “AFM gaf aan dat het [Programma] interview over het [Fonds 3] niet evenwichtig te vinden. Onder meer omdat slechts positieve en geen negatieve kenmerken zoals bijv. risico's werden genoemd. Ik ben het daar niet mee eens. Op mijn initiatief zijn juist een tweetal risico's aan de orde gesteld, namelijk [...] en het feit dat de herfinanciering nog niet is afgesloten. AFM gaf verder aan dat deze risico's te positief werden geframed, terwijl deze items juist als risico werden beschreven in het prospectus. Ook hiermee ben ik het niet eens. Over de [...] heb ik feitelijke informatie gegeven over de huidige omvang van dit risico ([getal]% in NL resp. [getal]% in [...] van de totale omzet). Over de herfinanciering heb ik benoemd dat deze herfinanciering in de prognose zat maar dat we nog bezig waren met het afsluiten daarvan. Daarbij is het naar mijn mening ook duidelijk dat het risico bestaat dat deze herfinanciering niet doorgaat.”

⁷⁶ In vraaggesprek 3 (zie Bijlage 11) is de volgende informatie over de [...] verstrekt: “[...]”

⁷⁷ In Vraaggesprek 3 (zie Bijlage 11) is de volgende informatie over de financiering van [Fonds 3] verstrekt: “[...]”

⁷⁸ De aspecten zijn nader toegelicht in punt 3 en 4 van paragraaf 3.4.1.3 van het Besluit.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	36 van 45

3.4.3 Conclusie

In de bovengenoemde reclame-uitingen zijn veelvuldig de belangrijkste positieve aspecten onder de aandacht gebracht bij beleggers. Daarnaast zijn de negatieve aspecten die in het prospectus beschreven staan achterwege gelaten of alleen zeer minimaal en in algemene zin benoemd. Hierdoor is de indruk gewekt dat er met name positieve aspecten zijn aan de desbetreffende aanbiedingen, terwijl er wel degelijk negatieve aspecten zijn waar beleggers op gewezen dienen te worden, zodat beleggers op basis van materieel evenwichtige informatie hun beleggingsbeslissing kunnen nemen. Op basis hiervan concludeert de AFM dat de reclame-uitingen een materieel onevenwichtig beeld van de informatie in het prospectus hebben gegeven, waardoor de reclame-uitingen niet in overeenstemming zijn met de informatie in het prospectus.

De bovengenoemde conclusies leiden tot het oordeel van de AFM dat [A] met Vraaggesprek 1, Gesponsord artikel 1 en Gesponsord artikel 2 artikel 5:20, tweede lid, Wft, en met Vraaggesprek 2, Gesponsord artikel 4 en Vraaggesprek 3, artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening, heeft overtreden.

3.5 Ontbrekende prospectusverwijzing (artikel 5:20 lid 1 onder a Wft (oud) en artikel 22 lid 2 Prospectusverordening)

Zoals toegelicht in paragrafen 2.1 en 2.2 dient een reclame-uiting op grond van artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft (voor reclame gepubliceerd voor 21 juli 2019) en artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening (voor reclame gepubliceerd vanaf 21 juli 2019) een vermelding te bevatten dat er een prospectus is gepubliceerd en waar het prospectus verkregen kan worden. In artikel 13 Gedelegeerde Verordening 2019 is artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening nader uitgewerkt. Daarin staat dat als de reclame mondeling wordt verspreid, in de uitlatingen accurate informatie dient te zijn opgenomen waar het prospectus verkrijgbaar is.

3.5.1 Bevindingen

Vraaggesprek 1

In Vraaggesprek 1 wordt benoemd (door de interviewer van [Programma]) dat er een prospectus is. De interviewer van [Programma] zegt: “[...]” In het gesprek wordt niet vermeld waar het prospectus te verkrijgen is. Er wordt genoemd dat meer informatie over de beleggingsinstelling kan worden verkregen. Zo wordt er gezegd door de interviewer van [Programma]: “[...]” en door [Bestuurder 1] in reactie hierop: “[...]” Er wordt niet gezegd waar het prospectus kan worden verkregen. [Bestuurder 1] zegt bijvoorbeeld niet dat het prospectus verkregen kan worden op de website van [A]. De AFM constateert daarom dat in Vraaggesprek 1 niet wordt gemeld waar het prospectus van [Fonds 1] kan worden verkregen.

Gesponsord artikel 1

In Gesponsord artikel 1 is een verwijzing naar de website van [A] opgenomen. Er staat: “[...]” Er wordt nergens vermeld dat het prospectus van [Fonds 1] is gepubliceerd en waar beleggers het prospectus kunnen verkrijgen.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	37 van 45

Gesponsord artikel 2 en Gesponsord artikel 3

In Gesponsord artikel 2 wordt voor meer informatie naar de website van [Fonds 1] ([website]) verwezen, maar er staat niet in vermeld dat het prospectus van [Fonds 1] is gepubliceerd en waar het kan worden verkregen.

Gesponsord artikel 5

In Gesponsord artikel 5 is niet benoemd dat er een prospectus gepubliceerd is en waar het prospectus kan worden verkregen.

Vraaggesprek 3

In Vraaggesprek 3 wordt benoemd dat er via de 'chat' en 'online' meer informatie kan worden verkregen. Zo wordt er gezegd door de interviewer van [Programma]: "[...]" [Bestuurder 1] zegt hierop: "[...]." Tevens zegt de interviewer van [Programma] later in het gesprek: "[...]." Hoewel het dus voor beleggers wel duidelijk is waar ze additionele informatie kunnen vinden, wordt er geen accurate informatie verstrekt over de beschikbaarheid van het prospectus van [Fonds 2] én [Fonds 3] en waar deze prospectussen kunnen worden verkregen.

3.5.2 Beoordeling

De AFM heeft geconstateerd dat in Gesponsord artikel 1 t/m 3, Gesponsord artikel 5 en Vraaggesprek 1 en 3 niet is vermeld dat het prospectus (algemeen) verkrijgbaar is en waar beleggers het prospectus kunnen vinden.

Reactie [A]

De AFM heeft [A] op 24 februari 2020 erop gewezen dat bovengenoemde norm bij Vraaggesprek 3 is overtreden. [Bestuurder 1] heeft namens [A] in reactie hierop aangegeven het niet eens te zijn met deze constatering. Hij geeft aan dat [Programma] normaal gesproken een link naar de downloadpagina van het prospectus op haar website plaatst maar dat zou hij niet meer hebben kunnen controleren omdat het item reeds verwijderd is.⁷⁹

De AFM wil in dit Besluit een reactie hierop geven. Hetgeen [Bestuurder 1] stelt doet niet af aan de feiten en beoordeling door de AFM als hiervoor opgenomen. Artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening is uitgewerkt in (onder meer) artikel 13, onder b van de Gedelegeerde Verordening 2019. Daarmee is vereist dat accurate informatie wordt verstrekt over waar het prospectus verkregen kan worden. In Vraaggesprek 3 is dit niet gebeurd.

Op grond van Artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft (oud) dient een reclame-uiting een vermelding te bevatten dat een prospectus algemeen verkrijgbaar is en waar het prospectus verkregen kan worden. Omdat in Vraaggesprek 1 en Gesponsord artikel 1 t/m 3 niet wordt vermeld dat het prospectus algemeen

⁷⁹ Zie Bijlage 2B.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	38 van 45

verkrijgbaar is, concludeert de AFM dat [A] artikel 5:20, eerste lid, onder a, Wft (oud) heeft overtreden. Op grond van artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening dient in een reclame-uiting te staan dat er een prospectus is gepubliceerd en waar beleggers het prospectus kunnen verkrijgen. Nu in Gesponsord artikel 5 en Vraaggesprek 3 niet is vermeld dat er een prospectus is gepubliceerd en waar beleggers het kunnen verkrijgen, concludeert de AFM dat [A] artikel 22, tweede lid, Prospectusverordening heeft overtreden.

3.6 Reclame duidelijk als zodanig herkenbaar (artikel 22 lid 3 Prospectusverordening)

Artikel 22, derde lid, Prospectusverordening bepaalt onder meer dat reclame duidelijk als zodanig herkenbaar moet zijn. Deze norm wordt nader ingevuld door artikel 14, eerste lid, onder a, Gedelegeerde Verordening 2019, dat voorschrijft dat de reclame die onder potentiële retailbeleggers wordt verspreid het woord 'reclame' op een in het oog springende manier dient te bevatten. Bij mondelinge reclame dient het doel ervan duidelijk vermeld te worden aan het begin van het bericht.

3.6.1 Bevindingen

Nieuwsbrief

De AFM constateert dat in de Nieuwsbrief het woord 'reclame' niet staat vermeld en dat evenmin op andere manier kenbaar is gemaakt dat er sprake is van reclame.

Vraaggesprek 2 en Vraaggesprek 3

De AFM constateert dat in Vraaggesprek 2 en Vraaggesprek 3 niet wordt benoemd dat het om een reclameboodschap gaat en dat evenmin op andere wijze kenbaar is gemaakt dat er sprake is van reclame.

3.6.2 Beoordeling en conclusie

In de Nieuwsbrief is het woord 'reclame' niet vermeld en in Vraaggesprek 2 en Vraaggesprek 3 is het doel ervan niet duidelijk benoemd aan het begin van het gesprek. [A] heeft evenmin op andere wijze de reclame als zodanig herkenbaar gemaakt. Op basis hiervan concludeert de AFM dat [A] met de Nieuwsbrief, Vraaggesprek 2, en Vraaggesprek 3, artikel 22, derde lid, Prospectusverordening heeft overtreden.

3.7 Ontbrekende verklaring AFM goedgekeurd prospectus geen aanprijzing (artikel 22 lid 3 Prospectusverordening)

Artikel 22, derde lid, Prospectusverordening jo. artikel 14, eerste lid, onder b, Gedelegeerde Verordening 2019 schrijft voor dat wanneer de reclame, gericht aan potentiële retailbeleggers, een verwijzing naar een door een bevoegde autoriteit goedgekeurd prospectus bevat, de reclame een verklaring dient te bevatten dat de goedkeuring van het prospectus niet mag worden beschouwd als een aanprijzing van de effecten.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	39 van 45

3.7.1 Bevindingen

Nieuwsbrief

De Nieuwsbrief bevat een verwijzing naar een door een bevoegde autoriteit goedgekeurd prospectus (in dit geval de AFM). Er staat: “[...]” De AFM constateert dat er geen verklaring in de Nieuwsbrief is opgenomen dat de goedkeuring van het prospectus niet mag worden beschouwd als aanprijzing van de aangeboden effecten.

3.7.2 Beoordeling en conclusie

De AFM heeft geconstateerd dat [A] in de Nieuwsbrief wel verwezen heeft naar een door een bevoegde autoriteit goedgekeurd prospectus, maar dat [A] niet heeft vermeld dat deze goedkeuring niet mag worden beschouwd als een aanprijzing. De in het reclamebericht vervatte informatie is daarmee inaccuraat of misleidend. Op basis hiervan concludeert de AFM dat [A] met de Nieuwsbrief artikel 22, derde lid, Prospectusverordening heeft overtreden.

4. Belangenafweging en passendheidstoets

Bij de besluitvorming houdt de AFM rekening met alle mogelijk relevante belangen die door het Besluit kunnen worden geraakt en die bij de AFM bekend zijn en weegt deze belangen tegen elkaar af.

De AFM kent grote betekenis toe aan het feit dat het toezicht op de financiële markten, en de Prospectusverordening in het bijzonder, onder meer is gericht op bescherming van de belangen van (retail)beleggers en het vertrouwen in de effectenmarkten. Overweging 64 van de Prospectusverordening benadrukt het grote belang van de waarheidsgetrouwheid en juistheid van reclame, alsmede de samenhang van reclame met de inhoud van het prospectus, voor de bescherming van beleggers, met name retailbeleggers. Door het overtreden van de reclamenormen heeft [A] in haar reclame [...] en de samenhang met de inhoud van het prospectus onvoldoende kunnen borgen. Beleggers hebben hierdoor mogelijk niet met volledige kennis van zaken hun beleggingsbeslissing kunnen nemen, waardoor uiteindelijk het vertrouwen in de financiële markten geschaad kan worden. De AFM weegt ook de grote impact die een last ter voorkoming van herhaling op [A] kan hebben mee in de besluitvorming.

Zoals toegelicht in paragraaf 1.2.3.1 heeft [A] de reclamenormen meermaals overtreden. Op 20 september 2018 heeft de AFM [A] een waarschuwing gegeven voor het overtreden van artikel 5:20, tweede lid, Wft en heeft zij [A] verzocht om maatregelen te treffen om toekomstige, vergelijkbare overtredingen te voorkomen.⁸⁰ Desondanks heeft [A] structureel nagelaten om op een zorgvuldige wijze en overeenkomstig de wettelijke eisen haar reclame-uitingen vorm te geven. Op 8 oktober 2018 heeft een normoverdragend gesprek plaatsgevonden met [A], omdat wederom sprake was van een overtreding van artikel 5:20, tweede lid, Wft. Al deze maatregelen hebben er voorsnog niet toe geleid dat [A] heeft gewaarborgd dat dergelijke tekortkomingen niet opnieuw konden voorvallen.

⁸⁰ Zie brief van de AFM d.d. 20 september 2018 met kenmerk [kenmerk].

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	40 van 45

Voorts heeft de AFM, zoals toegelicht in paragraaf 1.2.3.2, meerdere contactmomenten met [A] gehad in het kader van de beoordeling van conceptreclame. Zo heeft de AFM meerdere concept (reclame-)uitingen behorende bij [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] voorafgaande aan de publicatie beoordeeld en [A] gewezen op punten waarbij de uitingen niet voldeden aan de reclamenormen. Daarbij is [A] ook gewezen op de informatie die de AFM als toezichthouder over de (nieuwe) reclamenormen op haar website beschikbaar heeft gesteld. Tevens heeft de AFM [A] in een presentatie gewezen op de reclamenormen en de nieuwe uitwerkingen van deze normen in de Gedelegeerde Verordening 2019, zoals toegelicht in paragraaf 1.2.3.3. Dat [A] ondanks deze voornoemde mogelijkheden en inhoudelijke aanwijzingen van de AFM over de reclamenormen vervolgens toch (andere) reclame-uitingen heeft gepubliceerd die in strijd zijn met de (toen geldende) wet- en regelgeving acht de AFM zeer verwijtbaar.

De Zienswijze maakt niet dat de AFM er nu wel vertrouwen in heeft dat [A] zonder een last ter voorkoming van herhaling wel duurzaam aan artikel 22 van de Prospectusverordening zal voldoen. De AFM komt als volgt tot dit oordeel.

Alhoewel [A] een afvinklijst en een nieuw, dan wel aangescherpt beleid⁸¹ heeft opgesteld, bieden die niet voor alle normen concrete handvatten voor de medewerker om te voorkomen dat overtredingen van de reclamenormen zullen worden begaan. Dat wordt ook in de Zienswijze⁸² en in het beleid door [A] onderkend. Voor specifieke informatie wordt in het beleid doorverwezen naar de afdeling legal.⁸³ In het kader van conceptreclame voor [Fonds 5] die de afdeling legal van [A] ter beoordeling aan de AFM op 26 oktober 2020 en 16 november 2020 heeft voorgelegd, heeft [A] gebruikgemaakt van de afvinklijst, waardoor de AFM de uitwerking van de afvinklijst heeft kunnen beoordelen. De AFM had wederom veel elementaire verbeterpunten ten aanzien van het reclamemateriaal, zowel ten aanzien van open als gesloten normen, en er waren meerdere commentaarrondes voor nodig voordat de reclame aan de wet voldeed. Indien de reclame, zoals die was voorbereid door legal, in conceptvorm zou zijn gepubliceerd, dan zou [A] wederom in overtreding zijn van artikel 22 Prospectusverordening. Noch de afvinklijst, noch de interne doorverwijzing naar de afdeling legal zou die overtredingen dus hebben kunnen voorkomen. Ook geeft [A] aan dat haar medewerkers middels een interne training, die [A] naar verwachting in het voorjaar van 2021 in samenwerking met haar externe juridisch adviseur zal verzorgen, nog uitleg moeten krijgen over het begrip 'reclame' en de reclame-vereisten.⁸⁴ Aanleiding hiervoor zijn de door de AFM geconstateerde overtredingen zoals beschreven in het Voornemen en het onderzoek dat [A] naar aanleiding daarvan heeft gedaan. Daaruit is gebleken dat de verantwoordelijke medewerkers bij het publiceren van de Gesponsorde artikelen zich niet hebben gerealiseerd dat ook deze uitingen kwalificeren als 'reclame'.⁸⁵ Dat

⁸¹ Bijlage 6 'Beleid reclame-uitingen' bij de Zienswijze. Versie 1.0, datum: November 2020.

⁸² Randnummer 4.16 van de Zienswijze: "[A] vertrouwt er volledig op dat aan de hand van dit beleid en [onderstreping AFM] de mogelijkheid om de daarop gebaseerde concept uitingen voor te leggen aan de AFM, de door de AFM geconstateerde overtreding van de subjectieve Reclame-vereisten zich niet meer voor zullen doen."

⁸³ Bijlage 6 'Beleid reclame-uitingen' bij de Zienswijze: "Dit werkdocument bevat de algemene regels die van toepassing zijn op reclame. Meer specifieke informatie over bijvoorbeeld de do's and don'ts tijdens een televisieoptreden kunnen worden opgevraagd bij legal. [Algemene checklist wordt ontwikkeld]."

⁸⁴ Randnummer 2.17 van de Zienswijze.

⁸⁵ Randnummer 2.16 van de Zienswijze.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	41 van 45

impliceert dat de desbetreffende normen op dit moment (en in ieder geval tot het voorjaar) nog niet duidelijk genoeg zijn, zodat herhaling van overtreding van de reclamenormen valt te duchten.

Verder onderstreept [A] dat zij conceptreclame aan de AFM voor wil kunnen blijven leggen, ook vanwege de invulling van open normen.⁸⁶ De AFM stelt voorop dat het de eigen verantwoordelijkheid is van [A] om aan de relevante wet- en regelgeving te voldoen. Naast de beoordeling van conceptreclame verstrekt de AFM in ruime mate guidance⁸⁷ en informatie waarmee marktpartijen, in combinatie met de wet- en regelgeving, voldoende in staat gesteld worden om te voldoen aan de reclame-eisen. [A] zou naar het oordeel van de AFM, ook zonder de beoordeling van concept-reclame, (inmiddels) zelfstandig in staat moeten zijn – al dan niet door het inschakelen van extern juridisch advies – om aan de eisen te voldoen. Deze beoordeling vooraf is namelijk geen noodzakelijke voorwaarde om aan regelgeving te kunnen voldoen. Het kan ook niet zo zijn dat het beleid ter naleving van de reclamenormen er in feite op neerkomt dat de (concept-)reclame aan de AFM ter controle wordt voorgelegd. De service die de AFM heeft aangeboden kent haar grenzen, gelet op de doelmatige inzet van toezichtcapaciteit en de eigen verantwoordelijkheid van marktdeelnemers. De AFM heeft [A] ook in het kader van de beoordeling van de conceptreclame expliciet gewezen op haar eigen verantwoordelijk om aan de reclamenormen te voldoen.⁸⁸ Daarbij komt dat de AFM de mogelijkheid tot het voorleggen van conceptreclame alleen heeft geboden tijdens het beoordelingstraject van het prospectus. De AFM is van oordeel dat [A] haar eigen verantwoordelijkheid moet nemen en zij aan vertrouwen moet bouwen dat zij als professionele marktpartij in staat is ook zelfstandig aan de wettelijke eisen te voldoen. De beoordeling van concept-reclame in het kader van prospectustoetsing is een dienst van de AFM die zij weliswaar aanbiedt, maar die niet aan handhaving in de weg staat, alsmede ook niet marktpartijen ontslaat van de eigen verantwoordelijkheid.

[A] acht een last ter voorkoming van herhaling niet proportioneel vanwege haar compliance gerichtheid en voert onder meer aan dat zij altijd de feedback van de AFM heeft doorgevoerd in haar conceptreclame en overtredingen heeft beëindigd zodra de AFM haar daarop wees. De AFM wenst voor de duidelijkheid op te merken dat het verwijt van de AFM niet is dat [A] de feedback van de AFM niet heeft doorgevoerd in de aan de AFM voorgelegde conceptreclame. De AFM is niet overtuigd van de mate van inspanningen die [A] eerder al volgens de Zienswijze zou hebben verricht om *structureel* aan de reclamenormen te voldoen. Zo verwijst [A] naar de informatie die tijdens de [...] bijeenkomst in december 2018 door de AFM is verstrekt die volgens [A] ten grondslag ligt aan haar beleid. [A] vermeldt ook dat haar beleid is gebaseerd op de wet en uitlatingen van de AFM, en dat zij dit beleid heeft herzien in november 2020. De afgelopen twee jaren is noch de regelgeving, noch de toelichting van de AFM daarbij materieel gewijzigd (afgezien van de toevoeging van artikel 13 en 14 van de Gedelegeerde Verordening 2019).⁸⁹ De laatste versie van het beleid bevat op hoofdlijnen de wettelijke normen en met eerder beleid is de AFM niet bekend. De AFM stelt vast dat het beleid van [A] vooralsnog niet tot het gewenste resultaat heeft geleid. Verder is de stelling dat van honderden reclame-uitingen slechts enkele niet voldoen niet onderbouwd en de AFM heeft hier ook geen

⁸⁶ Randnummer 2.9 en paragraaf 5 van de Zienswijze.

⁸⁷ Zoals via de Beleidsregel Informatieverstrekking, de website van de AFM, nieuwsbrieven en een presentatie.

⁸⁸ Zie ook Bijlagen 1C en 1E.

⁸⁹ Een toelichting op artikel 13 en 14 van de Gedelegeerde Verordening staat opgenomen in paragraaf 2.3.4 en 2.3.5 van dit Besluit.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	42 van 45

onderzoek naar gedaan. Niet is gebleken dat [A] adequate, materiële aanpassingen heeft gedaan waarmee zij waarborgt dat aan de reclamenormen zal worden voldaan, terwijl het zeer aannemelijk is dat [A] in de toekomst nieuwe aanbiedingen doet en haar reclameactiviteiten⁹⁰ voortzet.

Een herzien beleid, inclusief de uitrol daarvan in de organisatie, kan er naar het oordeel van de AFM niet toe leiden dat de omstandigheden ten tijde van de laatst geconstateerde overtreding niet langer op één lijn gesteld kunnen worden met de omstandigheden ten tijde van onderhavig besluit. Zeker niet nu dit beleid in hoofdlijnen op de wettelijke eisen is gebaseerd die na de laatst geconstateerde overtreding niet (materieel) zijn gewijzigd. Dat vanwege het gewijzigd wettelijk kader geen sprake is van continuïteit van de geconstateerde overtredingen kan de AFM hierom dan ook niet volgen. Daarnaast is het zo dat de overtredingen in onderhavig besluit naar het oordeel van de AFM van dien aard zijn dat [A] op basis van de voorlichting van de AFM in combinatie met de wettelijke eisen in staat had moeten zijn deze overtredingen te voorkomen. Weliswaar bevatten de regels subjectieve componenten, doch de feiten die leiden tot de vastgestelde overtredingen zijn eenduidig van aard.

De verwijtbaarheid, de ernst en het repetitieve karakter van de geconstateerde overtredingen, maakt dat de AFM het noodzakelijk acht om aan [A] een last ter voorkoming van herhaling op te leggen om af te dwingen dat [A] het bepaalde in artikel 22 Prospectusverordening niet opnieuw overtreedt.

De AFM is zich bewust van de mogelijke negatieve gevolgen die het Besluit kan hebben voor [A], in het bijzonder bij openbaarmaking ervan door de AFM (zie paragraaf 6). De AFM vindt het belang van de bescherming van de belangen van (toekomstige) beleggers van [A] en het vertrouwen in de effectenmarkten echter zwaarder wegen dan het belang van [A] bij het afzien van de last ter voorkoming van herhaling.

5. Besluit

5.1 Besluit last ter voorkoming van herhaling

Op grond van vorengaande legt de AFM op grond van artikel 1:79, eerste lid, onder b, Wft⁹¹ aan [A] een last onder dwangsom op ter voorkoming van herhaling van overtreding van artikel 22, tweede, derde, en vierde lid, Prospectusverordening.

⁹⁰ Bijlage 6 'Beleid reclame-uitingen' bij de Zienswijze: "Kanalen die [A] regelmatig gebruikt voor het publiceren of naar buiten brengen van reclame-uitingen zijn:

- * Brochure;
- * Website;
- * Krantenartikelen;
- * Advertenties op internet;
- * Radiospotjes; en
- * Optredens op televisie".

⁹¹ Zie bijlage 1 bij artikel 4 van het Besluit EU-verordening financiële markten.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	43 van 45

De last strekt ertoe dat [A] met betrekking tot reclame voor al haar toekomstige prospectusplichtige aanbiedingen ervoor zorg draagt 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 niet misleidend is;
- de reclame als zodanig duidelijk herkenbaar wordt gemaakt.

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 reclamedoeleinden 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).

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. Het Besluit geldt voor een periode van twee jaar te rekenen vanaf de dag na dagtekening van deze brief. De AFM heeft bij de beoordeling van de hoogte van de dwangsom, het maximaal te verbeuren bedrag en de duur rekening gehouden met de zwaarte van de overtredingen en de beoogde werking van de oplegging van de last onder dwangsom.

Met een overtreding wordt bedoeld elke zelfstandige reclame-uiting via televisie, radio, internet, nieuwsbrieven, ...en etc. die niet voldoet aan de in de last onder dwangsom geformuleerde gedragslijn. Een vraaggesprek in een uitzending van [Programma] is bijvoorbeeld een zelfstandige uiting, waarbij een eventueel herhaalde uitzending van hetzelfde vraaggesprek niet als een nieuwe overtreding is aan te merken, doch een nieuw vraaggesprek over hetzelfde product wel.

Indien [A] niet voldoet aan de last onder dwangsom, zal de dwangsom na het verbeuren direct opeisbaar zijn door de AFM. De AFM zal in dat geval op grond van artikel 5:37 Algemene wet bestuursrecht (**Awb**) een invorderingsbeschikking sturen. Het maken van bezwaar schorst de werking van de beschikking niet. De AFM zal de eventuele kosten van aanmaning tot betaling van de verbeurde dwangsom en van de wettelijke rente voor rekening van [A] doen toekomen.

5.2 Overige opmerkingen

Vereiste voor alle mondelinge en schriftelijke informatie

De AFM heeft geconstateerd dat [A] ook via andere kanalen dan op televisie, internet en in ...en informatie verstrekt aan (potentiële) investeerders. Zij organiseert bijvoorbeeld informatiebijeenkomsten en het is mogelijk een belafsprake te maken met een van de relatiemanagers. De AFM wijst [A] er uitdrukkelijk op dat zij er op grond van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening zorg voor dient te dragen dat *alle* in mondelinge of schriftelijke vorm meegedeelde informatie betreffende de aanbieding van effecten aan het publiek, ook al wordt deze niet voor reclamedoeleinden verstrekt, in overeenstemming moet zijn met de

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	44 van 45

informatie die in het prospectus is vermeld⁹². Dit vereiste geldt dus ook voor informatiebijeenkomsten, telefonische contacten, rapportages en andersoortige informatieverstrekking.

Beëindiging beoordeling concept (reclame)uitingen

Zoals toegelicht in paragraaf 1.2.3 van dit Besluit biedt de AFM uitgevende instellingen de mogelijkheid om concept (reclame-)uitingen aan de AFM voor te leggen. De AFM geeft vervolgens aan of er wordt voldaan aan de toepasselijke wet- en regelgeving. De AFM heeft ook de concept (reclame-)uitingen van [A] met betrekking tot [Fonds 1], [Fonds 2] en [Fonds 3] beoordeeld en hier commentaar op geleverd. Omdat [A], op basis van wet- en regelgeving in combinatie met de ruime mate van guidance en informatie van de AFM via de Beleidsregel Informatieverstrekking, de website van de AFM, nieuwsbrieven, een presentatie en de reeds gegeven (uitvoerige) beoordelingen van concept (reclame-)uitingen voorafgaande de publicatie, in staat moet zijn om zelfstandig de reclameregels na te leven, zal de AFM [A] in ieder geval gedurende de looptijd van de Last de mogelijkheid om concept (reclame-)uitingen ter beoordeling voor te leggen niet meer bieden.

6. Publicatie van de last onder dwangsom

De AFM moet een last onder dwangsom openbaar maken op grond van artikel 1:97 Wft. Het moment waarop de AFM de last moet publiceren is afhankelijk van de vraag of er een dwangsom verbeurt of niet. Als er een dwangsom verbeurt, dan vindt de publicatie zo snel mogelijk na deze verbeurte plaats. Als er geen dwangsom verbeurt, dan vindt de publicatie op een later moment plaats, namelijk als de last onherroepelijk is geworden (er geen rechtsmiddelen meer tegen het lastbesluit lopen of kunnen worden ingesteld). In een publicatiebesluit dat de AFM te zijner tijd zal nemen, weegt de AFM af of sprake is van bijzondere omstandigheden waardoor er aanleiding is om anoniem te publiceren, om de publicatie uit te stellen, of om van publicatie af te zien. In een later stadium zult u in een aparte brief over de publicatie van het lastbesluit worden geïnformeerd. Daarbij wordt u ook in de gelegenheid gesteld om over de publicatie uw zienswijze te geven.

7. Rechtsgangverwijzing

Iedere belanghebbende kan tegen dit Besluit 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 (alleen naar faxnummer 020-797 3835), of per e-mail (alleen naar e-mailadres bezwarenbox@afm.nl) worden ingediend. Aan deze elektronische wijze van verzending stelt de AFM nadere eisen die op haar website worden toegelicht (www.afm.nl/bezwaar). Dat een bezwaarschrift niet aan andere AFM faxnummers of AFM e-mailadressen wordt verzonden dan de hier genoemde, is één van die eisen. De AFM zal het bezwaarschrift alleen inhoudelijk in behandeling nemen als aan bedoelde eisen is voldaan. Een tegen dit besluit ingediend bezwaarschrift schorst de werking van dit Besluit niet.

⁹² Op grond van artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening.

Datum	1 februari 2021
Ons kenmerk	[...]
Pagina	45 van 45

Als u nog vragen heeft, kunt u contact opnemen met [contactpersoon] via e-mailadres [...] of op telefoonnummer [...].

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

[was getekend]
Hoofd
Marktintegriteit en Handhaving

[was getekend]
Bestuurslid
Bestuur