

Strikt vertrouwelijk
Per e-mail verstuurd

Momentum Capital B.V.
ter attentie van de directie
Cruquiusweg 111-R
1019 AG AMSTERDAM

Datum	7 december 2020
Ons kenmerk	[REDACTED]
Pagina	1 van 72
Kopie aan	de heer [REDACTED] de heer [REDACTED] de heer [REDACTED]
Telefoon	[REDACTED]
E-mail	[REDACTED]
Betreft	Last onder dwangsom

Geachte directie,

De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**)¹ legt Momentum Capital B.V. (**MC**), enig bestuurder en aandeelhouder van Momentum Estate Fund I B.V. (**MEFI**), overeenkomstig artikel 3.4, tweede lid, aanhef en onder c juncto artikel 3.4, achtste lid, van de Wet handhaving consumentenbescherming (**Whc**) een last onder dwangsom met voorschriften op, omdat MC oneerlijke handelspraktijken verricht waardoor schade is toegebracht aan de collectieve belangen van consumenten.

De AFM is van oordeel dat MC in strijd handelt met artikel 8.8 Whc juncto artikel 6:193b, eerste en derde lid, onder a, juncto artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, van het Burgerlijk Wetboek (**BW**). Samenvattend komt de AFM in dit besluit tot het oordeel dat MC onrechtmatig jegens consumenten handelt, omdat zij handelspraktijken verricht die misleidend zijn. MC begaat naar oordeel van de AFM de volgende misleidende handelspraktijken:

1. MC verstrekt feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie van MEFI. MC heeft de financiële situatie van MEFI te rooskleurig weergegeven. Op basis van deze informatie heeft een gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen die hij anders niet had genomen. MC verricht daarmee een misleidende handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW.
2. MC laat na essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van MEFI, waaronder de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de MC Bond 11 +Bond Brazil (**+Bond Brazil**). Dit terwijl de gemiddelde consument deze informatie nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een

¹ Met 'de AFM' wordt in deze brief zowel de AFM zelf, als haar toezichthouder(s) bedoeld.

Datum 7 december 2020
Ons kenmerk [REDACTED]
Pagina 2 van 72

overeenkomst te nemen. Hiermee is sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, BW.

Dit besluit ziet op het opleggen van een last onder dwangsom met voorschriften (**de Last**). De Last strekt ertoe dat MC, zoals beschreven in paragraaf 7 van deze brief, de hiervoor samengevatte overtredingen beëindigt door:

1. de verstrekte feitelijk onjuiste informatie te corrigeren; en
2. alle essentiële informatie alsnog te verstrekken.

MC dient deze informatieverstrekking te richten aan consumenten die hebben geïnvesteerd en/of voornemens zijn te investeren in MEFI en in MC en de met haar verbonden ondernemingen (gezamenlijk: **investeerd**ers). Hieronder worden verstaan:

- consumenten die de obligaties van MEFI, te weten de +Bond Brazil, hebben gekocht en/of voornemens zijn te gaan kopen (**obligatiehouders**); en/of
- consumenten die door MC zijn geïnformeerd over de (financiële) situatie van MEFI, bijvoorbeeld tijdens investeerdersbijeenkomsten en via schriftelijke updates.

Aan de Last worden op grond van artikel 3.4, achtste lid, Whc voorschriften verbonden die redelijkerwijs noodzakelijk zijn om een effectieve controle op de uitvoering van de last te verzekeren.

De dwangsom bedraagt €100.000 ineens als MC niet na de genoemde begunstigingstermijn van 25² werkdagen aan deze Last voldoet.

De AFM heeft daarnaast besloten deze Last openbaar te maken op grond van het bepaalde in artikel 3.4a, eerste lid, Whc.

Deze brief is als volgt opgebouwd:

- paragraaf 1 verwijst naar de feiten;
- paragraaf 2 beschrijft het wettelijk kader;
- paragraaf 3 beschrijft de definitieve bevindingen;
- paragraaf 4 gaat in op uw Zienswijzen³ en vermeldt de reactie van de AFM op uw Zienswijzen;
- paragraaf 5 ziet op de beoordeling van de feiten en uw Zienswijzen;
- paragraaf 6 bevat de belangenafweging;

² De AFM heeft besloten de in het Voornemen gestelde begunstigingstermijn te verlengen naar 25 werkdagen gelet op de in die periode vallende feestdagen.

³ De AFM heeft op 31 augustus 2020 de zienswijze van MC ontvangen (**Zienswijze**) en op 30 september 2020 een aanvullende reactie (**Nadere zienswijze**, gezamenlijk: **Zienswijzen**).

- paragraaf 7 betreft het besluit, inclusief de voorschriften;
- paragraaf 8 geeft nadere informatie over de openbaarmaking van de last;
- paragraaf 9 beschrijft de wijze waarop en de termijn waarbinnen belanghebbende(n) bezwaar bij de AFM kunnen indienen.

Het besluit is voorzien van twee bijlagen:

- het feitenrapport (kenmerk: [REDACTED], **rapport**);
- de Zienswijzen van MC en de reactie van de AFM hierop, voor zover die betrekking heeft op de bevindingen omtrent de financiële situatie van MEFI.

Beide bijlagen maken integraal onderdeel uit van dit besluit.

Via www.wetten.nl kan MC kennis nemen van de in deze brief genoemde wettelijke bepalingen.

1. Feiten

In het rapport geeft de AFM de feiten weer die volgen uit het onderzoek van de AFM. Dit betreft een nieuwe versie van het eerder bij het voornemen last onder dwangsom (kenmerk: [REDACTED], **het Voornemen**) gevoegde feitenrapport (kenmerk: [REDACTED]). Daar waar de Zienswijzen hier aanleiding toe hebben gegeven, heeft de AFM wijzigingen aangebracht in het rapport. In het rapport wordt tevens het verloop van het onderzoek weergegeven.

2. Wettelijk kader

In deze paragraaf wordt ingegaan op het relevante wettelijk kader. Achtereenvolgens wordt ingegaan op het wettelijk kader met betrekking tot financiële diensten onder de Whc en het verbod op oneerlijke handelspraktijken.

2.1. Financiële diensten

Op grond van artikel 3.2 Whc zijn de toezichthouders van de AFM belast met het toezicht op de naleving van artikel 8.8 Whc, voor zover een inbreuk betrekking heeft op een financiële dienst of activiteit.

Artikel 1.1 Whc beschrijft een financiële dienst of activiteit onder meer als het aanbieden van effecten aan het publiek als bedoeld in artikel 3, eerste lid, van de nieuwe Prospectus Verordening.⁴ ‘Effecten’ zijn in artikel 2, sub a van de Prospectus Verordening gedefinieerd als “*verhandelbare effecten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 44, van Richtlijn 2014/65/EU*”⁵. Van het criterium ‘verhandelbaarheid’ is onder meer sprake, zo blijkt uit de toelichting op artikel 1:1 Wft onder ‘effect’ in de parlementaire geschiedenis, als er een bepaalde mate van standaardisatie en overdraagbaarheid van het product is.

2.2. Verbod op oneerlijke handelspraktijken

Artikel 8.8 Whc bepaalt dat het een handelaar als bedoeld in artikel 6:193a, eerste lid, onderdeel b, BW niet is toegestaan oneerlijke handelspraktijken te verrichten als bedoeld in Afdeling 3A van Titel 3 van dat boek.⁶ Artikel 6:193a, eerste lid, BW definieert het begrip ‘handelaar’ als volgt:

“natuurlijk persoon of rechtspersoon die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf of degene die ten behoeve van hem handelt”.

Artikel 6:193a, eerste lid, aanhef en onder a, BW definieert ‘consument’ vervolgens als volgt:

*“Natuurlijk persoon die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf.”*⁷

Vervolgens is in artikel 6:193a, tweede lid, BW de ‘gemiddelde consument’ gedefinieerd als:

“het gemiddelde lid van een specifieke groep waarop de handelaar zich richt (...)”

Volgens artikel 6:193b, eerste lid, BW handelt een handelaar onrechtmatig jegens een consument indien de handelaar een handelspraktijk verricht die oneerlijk is. Het derde lid van artikel 6:193b BW bepaalt dat een handelspraktijk in het bijzonder oneerlijk is indien een handelaar een misleidende handelspraktijk verricht als bedoeld in de artikelen 6:193c tot en met 6:193g BW.

⁴ Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

⁵ Artikel 4, lid 1, punt 44, van Richtlijn 2014/65/EU definieert ‘effecten’ als alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, met uitzondering van betaalinstrumenten, zoals onder meer obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten betreffende dergelijke effecten.

⁶ Middels de Wet Oneerlijke handelspraktijken (**Wet Ohp**) is de Richtlijn Oneerlijke handelspraktijken geïmplementeerd. De Wet Ohp heeft het BW uitgebreid met een aantal bepalingen over oneerlijke handelspraktijken, te weten de artikelen 6:193a tot en met 6:193j BW (Afdeling 3A, Titel 3, BW 6).

⁷ Deze definitie komt voort uit artikel 2 van de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken (Richtlijn 2005/29/EG van 11 mei 2005).

Op grond van artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW wordt het verstrekken van informatie die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden – al dan niet door de algemene presentatie van de informatie, zoals ten aanzien van de voornaamste kenmerken van het product, zoals risico's – aangemerkt als een misleidende handelspraktijk. Op grond van artikel 6:193d, eerste lid, BW wordt een handelspraktijk als misleidend gezien als er sprake is van een misleidende omissie.

Op grond van artikel 6:193d, tweede lid, BW is iedere handelspraktijk waarbij essentiële informatie welke de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, wordt weggelaten, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen, een misleidende omissie. Van een misleidende omissie is op grond van het derde lid van dit artikel eveneens sprake indien essentiële informatie verborgen wordt gehouden of op onduidelijke, onbegrijpelijke, dubbelzinnige wijze dan wel laat verstrekt wordt.

De AFM beschouwt navolgende punten in ieder geval als essentiële informatie:

1. de huidige financiële positie van de onderneming⁸;
2. de besteding van de ingelegde gelden;
3. de financiële verhouding tussen de onderneming en haar bestuurders;
4. de financiële verhouding tussen de onderneming en gelieerde entiteiten;
5. de aan-/afwezigheid van toegezegde zekerheden en garanties.

2.3. De jaarrekening

In titel 9 van Boek 2 van het BW zijn de regels opgenomen omtrent het opstellen van de jaarrekening. Deze regels zijn op grond van artikel 2:360, eerste lid, BW onder meer van toepassing op besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. Op grond van artikel 2:362, eerste lid, BW dient een jaarrekening een zodanig inzicht te geven dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede voor zover de aard van een jaarrekening dat toelaat, omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon.⁹ Deze oordeelsvorming vindt plaats volgens normen die

⁸ De uitspraak van 17 december 2015 van de Rechtbank Rotterdam bevestigt dat inzicht in de financiële situatie essentiële informatie is voor de gemiddelde consument (ECLI:NL:RBROT:2015:9147).

⁹ Op grond van artikel 2:362 lid 6, tweede volzin, BW, dient het bestuur van een onderneming haar aandeelhouders onverwijld te berichten wanneer de jaarrekening in ernstige mate tekortschiet in het geven van het wettelijk vereiste inzicht omtrent het resultaat en vermogen en dient het bestuur een mededeling daaromtrent bij het handelsregister neer te leggen. Het niet naleven van deze publicatieplicht is een economisch delict (artikel 1 onder 4 Wet Economische Delicten die naar artikel 2:362 lid 6 BW verwijst). De mededeling dient in het handelsregister plaats te vinden onder vermelding van "Mededeling ex artikel 2:362 lid 6 BW" boven de toelichtingstekst van het fouterstel. De tekst wordt vervolgens ingeleid met de mededeling dat fouten zijn ontdekt in de voorgaande jaarrekeningen. Daarna worden de

in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. Deze normen zijn onder meer beschreven in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ).

Voor deze brief wordt onder meer gekeken naar de wijze van waardering van financiële belangen. Hiertoe is de definiëring van participatiemaatschappijen en deelnemingen relevant. In RJ 940 is een 'participatiemaatschappij' als volgt gedefinieerd:

“een rechtspersoon of vennootschap waarvan de werkzaamheid is beperkt of uitsluitend of nagenoeg uitsluitend het deelnemen in andere rechtspersonen of vennootschappen zonder zich in te laten met de bedrijfsvoering daarvan, tenzij door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten”.

In artikel 2:24c, eerste lid, BW is het volgende opgenomen over 'deelnemingen':

“Een rechtspersoon of vennootschap heeft een deelneming in een rechtspersoon, indien hij of een of meer van zijn dochtermaatschappijen alleen of samen voor eigen rekening aan die rechtspersoon kapitaal verschaffen of doen verschaffen teneinde met die rechtspersoon duurzaam verbonden te zijn ten dienste van de eigen werkzaamheid. Indien een vijfde of meer van het geplaatste kapitaal wordt verschaft, wordt het bestaan van een deelneming vermoed.”

In artikel 2:389 BW is vermeld dat de waardering van deelnemingen waarop een rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid wordt verantwoord aan de hand van de nettovermogenswaarde van die deelnemingen.

Invloed van betekenis wordt in RJ 214.302 als volgt gedefinieerd:

“Het vermoeden van invloed van betekenis is aanwezig indien de deelnemende rechtspersoon naar eigen inzicht kan beschikken over ten minste 20 procent van de aan de aandelen verbonden stemrechten, tenzij de rechtspersoon duidelijk kan aantonen dat die niet het geval is. Indien de deelnemende rechtspersoon over minder dan 20 procent van de aan de aandelen verbonden stemrechten beschikt, wordt vermoed dat geen invloed van betekenis wordt uitgeoefend, tenzij de rechtspersoon duidelijk kan aantonen dat dit wel het geval is.

Het bestaan van invloed van betekenis kan worden aangetoond door één of meer van de volgende omstandigheden:

desbetreffende posten genoemd zoals: (i) Overzicht van verwerking cumulatief effect fout als rechtstreekse mutatie van eigen vermogen aan het begin boekjaar waarin herstel plaatsvindt (ii) Aanpassing vergelijkende cijfers balans en winst-en-verliesrekening, (iii) Aanpassing van de toelichting, (iiii) met vermelding van de omvang van de fout en (iiiii) het gevolg voor het (netto)resultaat en het eigen vermogen. Dit mag de vorm hebben van een pro-forma jaarrekening.

- *Vertegenwoordiging door de deelnemende rechtspersoon in het bestuur van de deelneming of in een vergelijkbaar gezaghebbend orgaan;*
- *Betrokkenheid van de deelnemende rechtspersoon bij de bepaling van het beleid van de deelneming;*
- *Materiële transacties tussen de deelnemende rechtspersoon en de deelneming;*
- *Onderlinge uitwisseling van managers tussen de deelnemende rechtspersoon en de deelneming;*
- *Het voorzien van essentiële technische informatie.”*

In RJ 214.303 is vermeld dat voor de vaststelling of sprake is van een deelneming waarin de rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid, het geheel van de feitelijke omstandigheden en contractuele relaties in aanmerking dient te worden genomen.

In RJ 214.323 is bepaald¹⁰ dat deelnemingen waarin de deelnemende rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid tegen netto-vermogenswaarde dienen te worden gewaardeerd.

Artikel 2:210, eerste lid, BW bepaalt dat jaarlijks binnen vijf maanden na afloop van het boekjaar “behoudens verlenging van deze termijn met ten hoogste vijf maanden door de algemene vergadering op grond van bijzondere omstandigheden” het bestuur een jaarrekening opmaakt. Het vijfde lid bepaalt dat indien alle aandeelhouders tevens bestuurder van de vennootschap zijn, ondertekening van de jaarrekening door alle bestuurders als vaststelling geldt. Artikel 2:394 BW bepaalt binnen welke termijnen de jaarrekening dient te zijn vastgesteld en openbaar gemaakt. In het geval van MEFI met MC als enig aandeelhouder en bestuurder van MEFI dient volgens artikel 2:394 BW de jaarrekening uiterlijk te worden vastgesteld binnen tien maanden plus acht dagen na afloop van het boekjaar. Verder bepaalt artikel 2:394 BW dat openbaarmaking acht dagen na vaststelling van de opgemaakte jaarrekening moet plaatsvinden.

3. Definitieve bevindingen

In deze paragraaf staan de definitieve bevindingen beschreven die ten grondslag liggen aan het oordeel van de AFM zoals beschreven in deze brief. Daar waar de Zienswijzen hier aanleiding toe hebben gegeven, heeft de AFM wijzigingen aangebracht ten aanzien van de bevindingen in het Voornemen. De bijlage bevat een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC die ziet op de bevindingen ten aanzien van de financiële situatie van MEFI. De AFM gaat in paragraaf 4 nader in op de overige onderdelen van de Zienswijzen van MC en geeft vervolgens in diezelfde paragraaf haar reactie hierop.

Deze paragraaf met de definitieve bevindingen is als volgt opgebouwd:

¹⁰ Analoog aan 2:389 lid 1 en 2 BW.

- In paragraaf 3.1 is de uitgifte van de +Bond Brazil en de rol van MC hierbij beschreven. MEFI heeft de +Bond Brazil uitgegeven en MC handelt ten behoeve van MEFI bij de informatieverstrekking over MEFI.
- Paragraaf 3.2 beschrijft dat de waardering van de Braziliaanse belangen in de jaarrekening van MEFI te hoog is, omdat de verkeerde grondslag is gebruikt. De Braziliaanse entiteiten kwalificeren als deelnemingen en niet als participaties.
- In paragraaf 3.3 is beschreven dat de waardering van de rentevorderingen op de Braziliaanse entiteiten [REDACTED] ([REDACTED]) en [REDACTED] ([REDACTED]) te hoog zijn, omdat er geen contractuele grondslag is voor deze rente.
- In paragraaf 3.4 wordt ingegaan op de te hoge omzet en het eigen vermogen van MEFI.
- Paragraaf 3.5 gaat in op de te positief weergegeven kasstromen.
- Paragraaf 3.6 beschrijft dat de activa onvoldoende zekerheid bieden.
- In paragraaf 3.7 is beschreven dat de herkomst van de gelden voor de rentebetalingen aan obligatiehouders niet inzichtelijk is.
- In paragraaf 3.8 wordt ingegaan op de risico's ten aanzien van de aflossing van +Bond Brazil.

Voor de feiten wordt verwezen naar het rapport.

3.1. +Bond Brazil en de rol van MC hierbij

Op grond van paragraaf 4.1 tot en met 4.3 van het rapport stelt de AFM vast dat MEFI per mei 2014 is gestart met de uitgifte van de +Bond Brazil voor vastgoedinvesteringen in Brazilië. MEFI biedt hiermee obligaties aan vanaf een inleg van €100.000, met looptijden variërend van vier tot zeven jaar. De hoogte van de vaste rente is afhankelijk van de gekozen looptijd en varieert van 6,60% tot 8,73% op jaarbasis. De obligaties staan op naam, maar zijn vrij overdraagbaar. Na de start van de uitgifte van de +Bond Brazil heeft MEFI de ingelegde gelden ontvangen op haar bankrekening onder vermelding van “+Bond Brazil”. Op 4 december 2018 hadden 177 houders van de +Bond Brazil in totaal €34.091.000 geïnvesteerd.¹¹

De AFM concludeert aan de hand van de feiten in hoofdstuk 2 van het rapport dat MC enig aandeelhouder en bestuurder van MEFI is. Uit de feiten zoals opgenomen in paragraaf 4.4 van het rapport volgt dat de informatieverstrekking inzake de +Bond Brazil door MC plaats heeft gevonden, zo vond de aanbidding van de +Bond Brazil plaats op briefpapier van MC en is MC degene die voor investeerders (update)bijeenkomsten over de +Bond Brazil organiseert. De AFM stelt vast dat MC in dit kader ten behoeve van MEFI handelt, nu uit de obligatieovereenkomst blijkt dat de verplichting om investeerders te informeren over de ontwikkelingen in de vastgoedportefeuille op MEFI rust.¹²

¹¹ Paragraaf 2 van het rapport.

¹² Paragraaf 4.3 van het rapport.

3.2. Waardering Braziliaanse belangen te hoog

In MEFI zijn, via deelnemingen in bedrijven, vastgoedinvesteringen in Brazilië ondergebracht. Ten tijde van de uitgifte van de +Bond Brazil bestond de portefeuille uit 50% aandelenbelang in [REDACTED] ([REDACTED] en 50% aandelenbelang in [REDACTED] ([REDACTED]). Inmiddels heeft MEFI de aandelenbelangen in beide ondernemingen indirect uitgebreid naar 75% via een transactie met [REDACTED] ([REDACTED]).

De AFM stelt vast dat de waardering van de financiële belangen van MEFI in de Braziliaanse ondernemingen [REDACTED] en [REDACTED] in de jaarrekeningen van 2017 en 2018 te hoog is. MEFI heeft een onjuiste waarderingsgrondslag voor de Braziliaanse belangen gehanteerd. De Braziliaanse belangen kwalificeren als deelnemingen met invloed van betekenis en dienen tegen netto-vermogenswaarde te worden gewaardeerd. MEFI laat zich in met de bedrijfsvoering van financiële belangen, anders dan door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten, en kwalificeert derhalve niet als een participatiemaatschappij zoals gedefinieerd in RJ 940. Voorts worden de financiële belangen duurzaam ten behoeve van de eigen werkzaamheid aangehouden, wat blijkt uit het ontbreken van een duidelijke en concrete exit-strategie. Tevens heeft MEFI invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van de financiële belangen waardoor deze zoals gesteld in 2:389 lid 2 BW tegen de netto-vermogenswaarde moeten worden gewaardeerd.

Voor zover MEFI wel een participatiemaatschappij zou zijn en haar financiële belangen als participaties en niet als deelnemingen met invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid kwalificeren, zoals bedoeld in artikel 2:389 BW, heeft de AFM bezwaren tegen de wijze waarop de (reële) marktwaarde van de onderneming is vastgesteld.

Het voorgaande wordt hieronder toegelicht.

3.2.1 Braziliaanse entiteiten van MEFI zijn deelnemingen, geen participaties

Braziliaanse entiteiten van MEFI zijn deelnemingen

De AFM stelt aan de hand van de feiten zoals opgenomen in paragraaf 4.1, 4.5 en 4.9 van het rapport vast dat MEFI ten tijde van de jaarrekening over 2017 een 50% aandelenbelang in de Braziliaanse entiteiten had en dat daarmee sprake is van een wettelijk vermoeden van een deelneming op basis van artikel 2:24c BW. Bovendien wordt tevens voldaan aan de elementen van artikel 2:24c BW, nu de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten kapitaalbelangen zijn die voor eigen rekening worden aangehouden, teneinde duurzaam verbonden te zijn ten dienste van de eigen werkzaamheid van MEFI:

- Dat de kapitaalverschaffing ten dienste is van de eigen werkzaamheid van MEFI blijkt allereerst uit de jaarrekening van MEFI waarin is opgenomen dat – in overeenstemming met de ondernemingsdoelstelling van MEFI – de kapitaalbelangen in de Braziliaanse ondernemingen [REDACTED] en [REDACTED] ten dienste van de eigen werkzaamheid zijn. Vervolgens blijkt dit eveneens uit het

“Memorandum; Momentum Capital; MC Bond 11 +Bond Brazil” (**Memorandum**), waarin is vermeld dat MEFI zich volledig richt op het actief managen van de Braziliaanse entiteiten.

- De duurzame verbondenheid blijkt doordat er gehandeld wordt in lijn met de ondernemingsdoelstelling van MEFI. Ook is er geen sprake van een geformuleerde concrete exit-strategie vanaf het moment van aankoop, welke zodanig is dat duidelijk is dat deze Braziliaanse entiteiten slechts gehouden wordt om ze te vervreemden op een volgens de exit-strategie gedefinieerd moment. Voorts dient de investering voor kapitaalverschaffing voor eigen rekening van MEFI en vinden er materiele financiële transacties plaats tussen MEFI en de Braziliaanse entiteiten.

Overigens merkt de AFM op dat MEFI in haar Memorandum de investering in de Braziliaanse entiteiten ook als ‘deelneming’ aanmerkt.

Netto-vermogenswaarde bij deelneming met invloed van betekenis

De AFM merkt op dat het belang in de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten groter is dan 20%, waardoor tevens sprake is van een wettelijk vermoeden van een deelneming met een invloed van betekenis die moet worden gewaardeerd op basis van netto-vermogenswaarde¹³. Immers, met 20% van het stemrecht is sprake van een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis. Overigens heeft MC in haar reactie op het informatieverzoek van 18 juli 2019 zelf ook aangegeven dat geconcludeerd kan worden dat er sprake is van invloed van betekenis van MEFI op [REDACTED]¹⁴. Naast het feit dat reeds sprake is van een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis, omdat MEFI naar eigen inzicht kan beschikken over 50% van de aan de aandelen verbonden stemrechten, constateert de AFM aan de hand van de feiten zoals opgenomen in paragraaf 4.1, 4.5 en 4.9 van het rapport dat conform RJ 214.302 MEFI invloed van betekenis heeft bij de Braziliaanse entiteiten [REDACTED] en [REDACTED]. De betrokkenheid van MEFI gaat verder dan het uitsluitend of nagenoeg uitsluitend investeren in de Braziliaanse entiteiten en het zich inlaten met de bedrijfsvoering blijft niet beperkt tot het uitoefenen van aandeelhoudersrechten. De heer [REDACTED] – middellijk bestuurder van MEFI – is volgens het Memorandum eveneens lid van het dagelijks bestuur van [REDACTED] en [REDACTED]. Voorts heeft MEFI als bedrijfsomschrijving in haar jaarrekening van zowel 2017 als 2018 opgenomen dat zij onder meer ten doel heeft om ondernemingen te besturen¹⁶ en heeft MC tijdens een (update)bijeenkomst aan investeerders aangegeven dat zij een bepalende rol heeft als aandeelhouder. Zo worden beslissingen binnen [REDACTED] gezamenlijk genomen door het bestuur en de aandeelhouders.¹⁷ Hoewel MC aan de AFM heeft aangegeven dat MEFI zich niet met de bedrijfsvoering van de ondernemingen inlaat¹⁸, kan de AFM op basis van de beschreven feiten niet anders dan concluderen dat er sprake is van

¹³ Zie artikel 2:389 BW.

¹⁴ Paragraaf 4.9.7 van het rapport.

¹⁵ Paragraaf 4.1 van het rapport.

¹⁶ Paragraaf 4.5 van het rapport.

¹⁷ Paragraaf 4.4 van het rapport.

¹⁸ Paragraaf 4.9.7 van het rapport.

actieve operationele sturing bij [REDACTED] en dus sprake is van invloed van betekenis en dat er derhalve geen sprake is van een participatie.

Jaarrekening van MEFI gaat uit van participatie

De AFM stelt vervolgens aan de hand van de feiten in paragraaf 4.5 en 4.6 van het rapport het volgende vast over de verslaggeving in de jaarrekening over de Braziliaanse financiële belangen van MEFI:

- In de jaarrekening van MEFI over 2017 worden de totale financiële vaste activa gewaardeerd op €50,88 miljoen. In 2018 is de waardering van Financiële vaste activa verder toegenomen - blijkens ook uit toename van herwaarderingsreserve - tot €56,73 miljoen;
- In de jaarrekening van MEFI over 2017 worden de Braziliaanse financiële belangen van MEFI, zoals in [REDACTED] en [REDACTED] gepresenteerd als participatie en worden deze gewaardeerd op de reële (markt)waarde. Ditzelfde geldt voor de jaarrekening van 2018;
- De waarde van [REDACTED] is in het jaarverslag 2017 van MEFI €28,61 miljoen. De waarde van [REDACTED] is in het jaarverslag 2017 van MEFI €4,75 miljoen;
- In de jaarrekening over 2017 van MEFI is circa 70% van de activa gerelateerd aan deze Braziliaanse beleggingen. Deze Braziliaanse ondernemingen zijn dé *value-driver* voor MEFI;
- In het jaarverslag van [REDACTED] over 2017 is een negatief eigen vermogen opgenomen;
- MC betoogt over de jaarverslaggeving dat MEFI voldoet aan de voorwaarden om de financiële belangen als participaties te kunnen aanmerken en dat zij alleen aandeelhoudersrechten zou uitoefenen.

De AFM concludeert aan de hand van het voorgaande dat MEFI in haar jaarrekening over 2017 en 2018 de Braziliaanse financiële belangen niet als deelneming heeft verantwoord, maar als participatie.

De AFM stelt vast dat MC in haar Zienswijzen een onjuist uitgangspunt heeft verkozen door niet het wettelijk vermoeden van deelneming, zoals opgenomen in 2:24c BW, te hanteren. MC concludeert in haar Zienswijzen dat er sprake is van een participatie door in haar Zienswijzen voornamelijk in te zoomen op het juridisch kader omtrent een participatie, waarbij zij uitgebreid ingaat op de eisen om te kwalificeren als een participatiemaatschappij. Doordat zij dit uitgangspunt neemt, gaat MC slechts ten dele in op de hiervoor geschetste bevindingen van de AFM op basis waarvan de AFM van oordeel is dat er sprake is van een deelneming. Dit terwijl een aandelenbelang als deelneming als uitgangspunt dient te worden genomen¹⁹.

Afwijken van het uitgangspunt van deelneming, zoals MC doet met de participatie, vereist extra onderbouwing. Deze onderbouwing ontbreekt, nu MC geen onderbouwende bewijsstukken heeft verstrekt waaruit is gebleken dat de AFM uitgaat van een onjuist standpunt. De AFM kan daarom niet anders dan het wettelijk vermoeden volgen en constateert dat de kapitaalbelangen van MEFI in de Braziliaanse entiteiten dienen te worden geclassificeerd als een deelneming met invloed van betekenis.

¹⁹ Bijlage 1 stroomschema RJ.

De deelnemingen moeten vervolgens tegen de netto-vermogenswaarde worden gewaardeerd. Zoals hierboven vermeld heeft MEFI niet de voorgeschreven waardering tegen netto-vermogenswaarde op basis van de vermogens mutatiemethode gehanteerd. Wanneer MEFI dit wel zou doen, dan zou de waardering van de Braziliaanse belangen in [REDACTED] in 2017 géén €28,61 miljoen bedragen, maar waarschijnlijk nihil zijn aangezien [REDACTED] een negatief eigen vermogen heeft.

De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot andere bevindingen ten aanzien van de kwalificatie van deelneming. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.2.2 Vaststelling marktwaarde te hoog

Als zou komen vast te staan dat de financiële belangen terecht tegen (reële) marktwaarde worden gewaardeerd, dan heeft de AFM bezwaren tegen de wijze waarop de marktwaarde in de jaarrekening van 2017 is vastgesteld. MC hanteert een marktwaardeberekening van de Braziliaanse kasstromen, waarbij wordt uitgegaan van een jaarlijkse positieve kasstroom van ruim €7 miljoen per jaar, waardoor de toekomstige kasstromen van 2016-2026 zijn begroot op ruim €70,5 miljoen bij [REDACTED]

De AFM stelt daarentegen op basis van de jaarrekening van [REDACTED] zoals weergegeven in paragraaf 4.6 van het rapport het volgende vast:

- a. De geconsolideerde operationele kasstroom in 2017 is R\$7.262.000 negatief en deze was voorgaande jaren eveneens negatief;
- b. De tot uitdrukking gebrachte reële waarde van €28,6 miljoen muteert niet in 2017. De reële waarde is voor [REDACTED] gelijk aan die in 2016, terwijl de verliezen groter worden. Dit blijkt uit de in de jaarrekening van [REDACTED] weergegeven cijfers met betrekking tot het eigen vermogen, de negatieve operationele kasstroom en het verlies over 2017 dat ruim R\$10 miljoen bedroeg;²⁰
- c. De wisselkoers waarmee gewerkt is in de jaarrekening 2017 van [REDACTED] is historisch gezien niet realistisch, waardoor de toekomstige kasstromen te hoog zijn weergegeven;
- d. MC hanteert onjuiste discount rate en inflatiecijfers in de marktwaardeberekening;²¹
- e. 74% van de kavels zijn verkocht, daarmee zijn er nog 484 kavels te verkopen.

De AFM concludeert aan de hand van het voorgaande en voor zover de waardering van de financiële belangen tegen marktwaarde zou kunnen geschieden het volgende: de in de jaarrekening van MEFI over 2017 gehanteerde marktwaarde van €28,6 miljoen voor [REDACTED] is onvoldoende onderbouwd en heeft een niet realistisch karakter nu er per ultimo 2017 negatieve operationele kasstromen zijn.

²⁰ Omgerekend is dit over 2017 een verlies van €2,38 miljoen (met koers 1 €= R\$4.57505).

²¹ Zie paragraaf 1 van de bijlage met Zienswijze voor de nadere onderbouwing.

MC stelt in haar Zienswijzen dat naast de 74% verkochte kavels ook sprake is van waarde middels overige gronden in eigendom en huurkoopopbrengsten. De AFM stelt echter vast dat MC geen onderbouwende bewijsstukken heeft verstrekt waaruit is gebleken dat de door haar gestelde huurkoopopbrengsten en overige gronden in eigendom zijn: de verstrekte kadastrale stukken van 2020 zijn niet relevant voor de jaarrekening van MEFI over 2017. Immers, dit betreft informatie die ziet op een latere periode. MC laat na te verwijzen naar delen van de door [REDACTED] gecontroleerde jaarrekening van [REDACTED] over 2017 ter onderbouwing van de gronden van [REDACTED] en ter onderbouwing dat sprake is van huurkoop.

De stelling van MC dat er een significante 'hockeystick' – sterk stijgende lijn – voor MEFI wordt verwacht wordt niet onderbouwd. Wanneer correcte gegevens zouden worden verwerkt heeft dit een significante negatieve invloed op de waardering.

Het voorgaande is niet gewijzigd met de jaarrekening van MEFI over 2018. De AFM concludeert aan de hand van de feiten zoals opgenomen in paragraaf 4.5.2 van het rapport dat deze jaarrekening geen significante aanpassingen kent van de waardering van de Braziliaanse financiële belangen. In 2018 is de waarde van de financiële vaste activa met bijna €6 miljoen toegenomen. Deze toename wordt verklaard door een toename van de herwaarderingsreserves binnen het eigen vermogen.

De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot andere bevindingen ten aanzien van de vaststelling van de marktwaarde. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.3. Waardering rentevorderingen op [REDACTED] en [REDACTED] te hoog

De AFM stelt vast dat de waardering van de rentevordering op de Braziliaanse entiteiten €3,1 miljoen te hoog is. Ook klopt de toelichting op de rentevordering niet. De AFM licht dit hieronder toe.

Uit de jaarrekening van MEFI, zoals opgenomen in paragraaf 4.5 van het rapport, blijkt dat MEFI leningen heeft verstrekt aan gelieerde ondernemingen. MEFI heeft onder meer leningen verstrekt aan dochterondernemingen van de in paragraaf 3.2 beschreven deelneming [REDACTED] [REDACTED] en [REDACTED]. De rentes op deze leningen bedragen volgens de toelichting in de jaarrekening respectievelijk 10% en 11%. Hierdoor ontstaan rentevorderingen van MEFI op deze ondernemingen. De omvang van deze rentevorderingen bedraagt per 31 december 2017 respectievelijk €1,38 miljoen en €1,67 miljoen.

Echter, aan de hand van de leningsovereenkomsten tussen MEFI en [REDACTED] en MEFI en [REDACTED] stelt de AFM vast dat er per 31 december 2017 geen contractuele grond voor de rentevorderingen bestond. Ten tijde van het vaststellen van de jaarrekening over 2017 van MEFI op 10 december 2018 waren er namelijk leningsovereenkomsten afgesloten, waarin geen verplichting was opgenomen tot het betalen van rente door [REDACTED] en [REDACTED]. Daarmee is er geen grondslag om een renteopbrengst in de jaarrekening van MEFI te

verantwoorden. Immers, een contractueel recht tot het ontvangen van rente door MEFI ontbrak. De AFM concludeert daarom dat er in de jaarrekening over 2017 van MEFI een beeld is geschetst over rentevorderingen, waar geen contractueel recht voor bestond. Ook heeft MEFI geen toelichting gegeven waaruit enige contractueel recht blijkt. Dat MEFI per 1 juli 2019 een addendum op de eerdere leningsovereenkomsten met deze ondernemingen is aangegaan waarin met terugwerkende kracht een rente van 10% is bepaald en dat er een nieuwe leningsovereenkomst tussen MEFI en [REDACTED] is getekend, maakt het voorgaande niet anders. Immers, op het moment van vaststellen van de jaarrekening was er nog geen sprake van een contractueel recht.

De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt ten aanzien van de waardering van de rentevorderingen op [REDACTED] en [REDACTED]. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.4. Verantwoording omzet en eigen vermogen MEFI te hoog

De AFM stelt op grond van paragraaf 4.5 en 4.11 van het rapport en hetgeen is opgenomen in paragraaf 3.2 en 3.3 van dit besluit vast dat in de jaarrekening van MEFI over 2017 de omzet en het resultaat van MEFI te hoog verantwoord is. De enige positieve inkomstenbron ten behoeve van de omzet van MEFI in 2017 bestaat uit de ruim €1 miljoen rentebaten die MEFI ontvangt. Uit de specificatie van de rentebaten blijkt dat in 2017 €430.066 afkomstig is van [REDACTED] en [REDACTED]. Zoals vastgesteld in paragraaf 3.3 ligt daar echter geen contractueel recht aan ten grondslag en kennen de hiervoor opgenomen vorderingen geen afloop. Voorts stelt de AFM vast dat ook op de bankrekening van MEFI geen inkomsten uit Brazilië zijn ontvangen gerelateerd aan deze rentebaten. Deze rentebaten kunnen derhalve niet meegeteld worden in de omzet van MEFI. De omzet van MEFI is derhalve te hoog vastgesteld.

Een gevolg van de feiten in paragraaf 4.5 van het rapport in combinatie met de hiervoor weergegeven bevindingen in paragraaf 3.2 en 3.3 is tevens dat het eigen vermogen van MEFI in de jaarrekening over 2017 te hoog is weergegeven. Het eigen vermogen van MEFI bestaat namelijk onder andere uit een herwaarderingsreserve van de participatie [REDACTED] van €2,8 miljoen (2018: €7,3 miljoen) en agioreserves.

De vaststellingen van de AFM ten aanzien van de waardering van de deelneming in [REDACTED] welke €28,6 miljoen te hoog is weergegeven, en de te hoge waardering van rentevorderingen, welke €3,1 miljoen te hoog zijn weergegeven, heeft een materiële impact op het vermogen van MEFI. De lagere waardering van deze deelnemingen en rentevorderingen heeft negatieve consequenties voor het eigen vermogen van MEFI in de jaarrekening van 2017. Afwaardering zal leiden tot een verlaging van het eigen vermogen met €31,7 miljoen.

Tevens is de AFM van oordeel dat het eigen vermogen van MEFI in de gedeponeerde jaarrekening over 2018 te hoog is weergegeven. Gezien de eerdere bevindingen in paragraaf 3.2.2 heeft MC de waardering van het belang in Brazilië – net als in het jaar 2017 – op onjuiste grondslag gewaardeerd en gepresenteerd.

Op basis van het voorgaande concludeert de AFM dat de Jaarrekening van MEFI over 2017 en 2018 de beleggers onvoldoende inzicht biedt zodat een verantwoord oordeel kan worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van MEFI. De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt ten aanzien van de hoogte van de omzet en het eigen vermogen. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.5. Kasstromen zijn te positief weergegeven

Zoals opgenomen in paragraaf 4.4 van het rapport heeft MC tijdens diverse bijeenkomsten in de periode van maart 2017 tot en met december 2018 de obligatiehouders herhaaldelijk aangegeven dat er sprake is van positieve kasstromen in Brazilië. MC benadrukt daarbij dat dit belangrijk is, omdat cashflow volgens MC de zuurstof van iedere onderneming is. Echter, de AFM stelt aan de hand van de feiten in het rapport ten aanzien van kasstromen vast dat de jaarrekeningen van [REDACTED] en haar dochterondernemingen [REDACTED] en [REDACTED] in 2017 allen een negatieve operationele kasstroom laten zien, namelijk respectievelijk R\$3.055.000 negatief en R\$4.597.000 negatief.

De AFM stelt daarmee vast dat, anders dan MC aangeeft, geen sprake kan zijn van een positieve (operationele) cashflow en dat de verstrekte informatie hierover niet overeenkomt met de praktijk en de jaarrekeningen van de ondernemingen.

Dat MC heeft aangegeven dat zij cashflow in Brazilië herinvesteert in de Braziliaanse onderneming doet niet af aan de bevinding dat sprake is van te positief weergegeven kasstromen. Immers, MC heeft meerdere malen in bijeenkomsten meegedeeld dat de Braziliaanse kasstroom positief is en dat er geld over is. In werkelijkheid laten de jaarrekening van [REDACTED], [REDACTED] en [REDACTED] over 2017 een negatieve operationele kasstroom zien.

Hoewel MC in haar Zienswijzen aangeeft dat de jaarrekeningen van [REDACTED] en [REDACTED] over 2018 wel een positieve operationele kasstroom laten zien, laat zij na dit met bewijsstukken te onderbouwen. De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt ten aanzien van de hoogte van de omzet en het eigen vermogen. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.6. Activa bieden onvoldoende zekerheid

De AFM stelt aan de hand van de feiten in paragraaf 4.1, 4.5 tot en met 4.9 van het rapport vast dat, in tegenstelling tot wat in het Memorandum staat vermeld, de activa van MEFI onvoldoende zekerheid bieden om de vorderingen van de obligatiehouders te kunnen dekken. De AFM licht dit in deze paragraaf nader toe.

Op pagina 21 van het Memorandum is vermeld dat MEFI middels haar gehele onderneming – en daarmee met haar belang in alle deelnemingen – garant staat voor tijdige betaling van de rente, de retournering van de nominale waarde aan het einde van de looptijd en de uitbetaling van de betreffende bonusrente. Benadrukt wordt dat de obligaties een volledige dekking hebben via de eigendommen van MEFI in de onderliggende deelnemingen. De AFM stelt echter vast dat deze garantiestelling vervolgens niet is gegarandeerd door middel van zekerheden die MEFI verkrijgt bij door haar verstrekte leningen. In de jaarrekeningen over 2017 van MEFI, [REDACTED] en [REDACTED] wordt nergens melding gemaakt van enige verstrekte zekerheden met betrekking tot de door MEFI aan [REDACTED] en [REDACTED] verstrekte leningen.

Dat de garantstelling onvoldoende zekerheid geeft, blijkt verder uit het volgende: de activa van MEFI moeten volgens de netto-vermogenswaarde waarschijnlijk op nul worden gewaardeerd, de leningen kennen geen zekerheden en er worden ook geen rente-inkomsten uit de leningen door MEFI ontvangen. Omdat de Braziliaanse entiteit [REDACTED] een negatief eigen vermogen heeft is een rechtstreekse vordering van MEFI op de leningnemer [REDACTED] eveneens onvoldoende.

De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt ten aanzien van de veronderstelde garanties en zekerheden. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

3.7. Bron van de rentebetalingen aan obligatiehouders niet inzichtelijk

MC informeert investeerders door middel van nieuwsbrieven, schriftelijke updates en (update)bijeenkomsten in algemene termen over de voortgang van de Braziliaanse investeringen. Hiertoe wordt gebruik gemaakt van een vaststaand format om te rapporteren over de geboekte resultaten, waarin de investeringen, de vaste rentebetalingen, de bonusrente en de reeds uitgekeerde rentebetalingen zijn aangegeven. De AFM stelt vast dat MC met dit format de investeerders echter niet voorziet van concrete financiële gegevens over MEFI, zoals de opbrengsten en kasstromen van Braziliaanse entiteiten. De winst- en verliesrekening zoals opgenomen in de inrichtingsjaarrekening wordt in dit kader niet aan investeerders verstrekt. De jaarrekeningen van MEFI zijn niet actief verstrekt. De jaarrekeningen zijn beschikbaar via de

Kamer van Koophandel (**KvK**).²² Deze bij de KvK gedeponeerde publicatie jaarrekeningen van 2017 en 2018 geven investeerders slechts beperkt informatie over de financiële situatie van MEFI, nu dit niet de inrichtingsjaarrekening met winst- en verliesrekening en toelichting betreft. Investeerders kunnen dus ook niet op deze wijze zicht verkrijgen op de bron van inkomsten van MEFI, waaruit zij rentebetalingen ontvangen.

De AFM stelt aan de hand van de bankafschriften van MEFI vast dat obligatiehouders de aan hen beloofde 6,8% tot 8,73% rente periodiek ontvangen. MEFI heeft in de periode van 2014 tot en met 2018 jaarlijks gemiddeld circa €2,5 miljoen aan rente uitgekeerd aan obligatiehouders. Doordat MEFI geen inkomsten uit Brazilië ontvangt, worden de betalingen niet vanuit deze inkomstenbron verricht. Uit analyse van de bankafschriften blijkt dat de inkomende geldstromen van MEFI bestaan uit gelden van kopende obligatiehouders en diverse inkomende geldstromen van MC onder de noemer rekening-courant. MC heeft verklaard dat de geldstroom tussen MC en MEFI wordt aangewend ter betaling van de aan obligatiehouders verschuldigde rente. Deze informatie is echter niet aan investeerders verstrekt in de hiervoor genoemde rapportages en bijeenkomsten. De AFM concludeert aan de hand van het voorgaande dat MEFI haar investeerders slechts beperkte informatie verschaft over de rentebetalingen. Hoewel de rentebetalingen plaatsvinden, wordt aan investeerders niet toegelicht wat de herkomst van deze gelden is. Ook kunnen investeerders deze informatie niet verkrijgen via de bij de KvK gedeponeerde jaarrekening. De informatie over de rentebetalingen is van belang, omdat, zoals blijkt uit paragraaf 3.2 tot en met 3.6 van dit besluit, investeerders niet op de hoogte zijn van de zwakke financiële situatie van de Braziliaanse deelnemingen, de negatieve operationele kasstromen in Brazilië en dat de activa onvoldoende zekerheid bieden.

Hoewel MC in haar Zienswijze aangeeft dat obligatiehouders op de hoogte zijn van de herkomst van de rentebetalingen is het de AFM niet duidelijk welke informatie MC aan haar obligatiehouders heeft verstrekt, MC laat na haar stelling hierover met bewijsstukken te onderbouwen. De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt ten aanzien van de informatieverstrekking over de bron van rentebetalingen. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

²² Daarbij dient te worden opgemerkt dat de jaarrekening van MEFI over 2017 en 2018 te laat zijn vastgesteld. De jaarrekening over 2018 is daarnaast te laat openbaar gemaakt. MC is enig aandeelhouder en bestuurder van MEFI. Dit houdt in dat volgens artikel 2:394 BW de jaarrekening uiterlijk moet worden vastgesteld binnen 10 maanden plus acht dagen na afloop van het boekjaar. Dus op of vóór 8 november 2018 respectievelijk 8 november 2019. De jaarrekening MEFI over 2017 is op 10 december 2018 vastgesteld. De jaarrekening MEFI met als boekjaar ultimo 2018 is vastgesteld op 31 december 2019. Artikel 2:394 BW bepaalt dat openbaarmaking acht dagen na vaststelling van de opgemaakte jaarrekening moet plaatsvinden. De jaarrekening met als boekjaar ultimo 2018 is op 31 december 2019 vastgesteld door de aandeelhouders en op 7 februari 2020 gedeponeerd bij de KvK.

3.8. Risico's ten aanzien van de aflossing van +Bond Brazil

Naast de hiervoor genoemde rentebetalingen bestaan de vorderingen van de obligatiehouders ook uit de aflossing van de obligatielening aan het einde van de looptijd. De AFM stelt aan de hand van de feiten vast dat MEFI in haar updates aan obligatiehouders beperkt informatie verstrekt over de status van de opbrengsten van de Braziliaanse deelnemingen van MEFI in relatie tot de mogelijkheid voor MEFI om aan het einde van de looptijd de +Bond Brazil af te lossen.

Ten aanzien van de mogelijkheid tot het aflossen van de +Bond Brazil zijn de investeerders tijdens bijeenkomsten geïnformeerd over positieve kasstromen bij de Braziliaanse entiteiten en het daarmee terugbetalen van openstaande vorderingen door Braziliaanse entiteiten. Daarnaast is als een andere mogelijkheid om aan de aflosverplichting te voldoen vermeld dat MEFI een deel van haar belangen in Braziliaanse entiteiten zou kunnen verkopen. MC heeft aan de AFM laten weten dat de mogelijkheid van MEFI om aan aflosverplichtingen te voldoen onder meer voortkomt uit de leningen die verstrekt zijn aan dochterondernemingen van [REDACTED] dividenduitkeringen aan MEFI of de verkoop van aandelen in [REDACTED]

De AFM constateert dat deze informatie aan investeerders en de AFM niet overeenkomt met de financiële situatie van MEFI en de Braziliaanse deelnemingen. De AFM heeft reeds in paragraaf 3.2 en 3.6 van dit besluit geconstateerd dat de Braziliaanse deelneming [REDACTED] een negatief eigen vermogen, een negatieve operationele kasstroom en een verlies heeft in het jaar 2017. Dit terwijl reeds 74% van de kavels zijn verkocht. Dat sprake is van (toekomstige) opbrengsten vanuit het eigendom van gronden en huurkoop is niet aangetoond.

Ten aanzien van de mogelijkheid tot verkoop van de belangen van MEFI constateert de AFM op basis van de feiten in paragraaf 4.9.1 van het rapport dat het totale aandelenbelang in [REDACTED] en [REDACTED] €20 miljoen bedraagt. Dit terwijl het aan obligatiehouders af te lossen bedrag €35 miljoen bedraagt.

In aanvulling op hetgeen door MC aan informatie is verstrekt aan investeerders, is door MC aan de AFM de mogelijkheid tot verkoop van de leningen die MEFI heeft verstrekt aan de diverse aan haar gelieerde vennootschappen, als aflosmogelijkheden vermeld. De AFM constateert dat uit de informatieverstrekking niet is gebleken dat investeerders hierover zijn geïnformeerd. Ook constateert de AFM dat er onvoldoende zekerheid bestaat dat de leningen worden terugbetaald aangezien de AFM twijfels heeft over de aflossing en rentebetalingen door de Braziliaanse entiteiten en er voor de uitstaande leningen geen onderpand is verstrekt. [REDACTED]

[REDACTED]

De AFM stelt vast dat MC met haar Zienswijzen geen nieuwe feiten heeft aangeleverd die leiden tot een ander standpunt inzake de risico's ten aanzien van de aflossing van de +Bond. Voor een nadere reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van dit onderdeel wordt verwezen naar de bijlage.

4. Overige onderdelen van de Zienswijzen en reactie van de AFM hierop

Deze paragraaf bevat een samenvatting van de overige onderdelen van de Zienswijzen alsmede de reactie van de AFM hierop, voor zover deze relevant zijn voor dit besluit. Deze informatie heeft de AFM meegenomen in de beslissing over het opleggen van deze Last.

In deze paragraaf beschrijft de AFM de Zienswijzen en de reactie van de AFM hierop met betrekking tot de volgende onderwerpen:

- algemene observaties (paragraaf 4.1);
- de constitutieve vereisten Whc/Wet Ohp (paragraaf 4.2);
- de belangenafweging (paragraaf 4.3);
- de verschillende lastonderdelen (paragraaf 4.4);
- de openbaarmaking (paragraaf 4.5).

4.1. Algemeen

Zienswijzen van MC

MC geeft in haar Zienswijze aan te hebben geconstateerd dat de AFM zich onvoldoende heeft verdiept in de feiten en omstandigheden. Het rapport is op essentiële punten aantoonbaar onjuist door het weglaten of aanpassen van gegevens uit feitelijke documenten. Delen van het rapport zijn voorts verkeerd geïnterpreteerd of niet gebruikt in het Voornemen. Verwezen wordt naar documentatie, zoals de aandeelhoudersovereenkomst tussen MEFI en [REDACTED] van 11 januari 2013 en 8 november 2013 (**Aandeelhoudersovereenkomst**), de managementovereenkomst tussen MEFI en [REDACTED] van 8 november 2013 (**Managementovereenkomst**) (bijlage 2 en 4 bij de Zienswijze) en de daadwerkelijke bezetting van de besturen van de verschillende Braziliaanse entiteiten. Dit heeft geleid tot onjuiste waarderingen, onjuiste opvattingen over de rol en betrokkenheid van MEFI bij de Braziliaanse entiteiten en een onjuist begrip van de kasstromen. MC is bereid aanvullende stukken met de AFM te delen en in een mondelinge zienswijze toelichting te geven.

Reactie van de AFM

De AFM gaat in de bijlage en in deze paragraaf nader in op de Zienswijzen van MC. Hierbij zal de AFM tevens, wanneer relevant, ingaan op de opmerking van MC dat het rapport op onderdelen onjuist is en delen verkeerd zijn geïnterpreteerd of niet zijn gebruikt.

Ten aanzien van de opmerking dat MC bereid is de AFM van aanvullende stukken te voorzien geldt het volgende. De AFM heeft in haar e-mailbericht van 10 september 2020 reeds opgemerkt dat MC ruimschoots in de gelegenheid is gesteld om een adequate en inhoudelijke zienswijze te geven en dat de AFM geen aanleiding ziet om een aanvullende mogelijkheid te bieden. Vervolgens heeft MC alsnog schriftelijk de Nadere zienswijze ingediend. In het kader van zorgvuldige besluitvorming wordt deze Nadere zienswijze, voor zover relevant, meegenomen in haar beoordeling. De AFM merkt hierbij op dat een deel van de aanvullende documenten, verstrekt in het kader van de Nadere zienswijze, reeds eerder in het onderzoek door MC is verstrekt, zoals bijlage 1 tot en met 3 en 11 tot en met 13.

Overigens heeft de AFM geconstateerd dat MC in haar Zienswijzen meerdere malen verwijst naar bepaalde informatie en geen onderbouwing hiervan heeft verstrekt. MC stelt tijdens een digitale bijeenkomst van 24 juni 2020 de herkomst van de rentebetalingen nogmaals duidelijk te hebben gemaakt aan obligatiehouders, maar laat na onderbouwing hiervoor te verstrekken. Ook de jaarrekening van MEFI over 2018, waarnaar MC in haar Zienswijze verwijst, is niet bij de Zienswijzen gevoegd. De AFM heeft uitsluitend de beschikking gehad over de gedeponeerde jaarrekening over 2018.

4.2. Niet voldaan aan de constitutieve vereisten Whc/Wet Ohp

De AFM stelt in haar Voornemen dat MC artikel 8.8 Whc heeft overtreden. MC geeft in haar Zienswijze kort gezegd aan dat geen sprake is van 'consument' in de zin van de Whc/Wet Ohp, dat geen sprake is van causaliteit en geen inbreuk. De AFM zal hierna achtereenvolgens de punten weergeven die MC in haar Zienswijze aanvoert, gevolgd door de reactie van de AFM op deze punten.

Consument

Zienswijze van MC

In haar Zienswijze²³ geeft MC aan dat geen sprake is van "consument" in de zin van de Whc/Wet Ohp. MC verwijst in dat kader naar het volgende:

- Artikel 6:193a BW definieert 'consument' als "*natuurlijk persoon die niet handelt in de uitoefening van beroep of bedrijf*". Bijna een vijfde deel van de obligatiehouders van MEFI kwalificeert niet als consument, omdat zij namelijk geen natuurlijke personen zijn maar besloten vennootschappen.

²³ Randnummer 141 tot en met 147 van de Zienswijze.

- Of sprake is van een misleidende handelspraktijk of misleidende omissie moet uitgegaan worden van de 'gemiddelde consument'. Onder 'gemiddelde consument' wordt op grond van artikel 6:193a, tweede lid, BW (mede) verstaan: *"het gemiddeld lid van een specifieke groep waarop de handelaar zich richt."*
- MEFI richt zich niet op de 'gewone' consument, maar op *"marktpartijen en/of ervaren investeerders"*.
- De minimale inleg voor obligatiehouders van MEFI bedraagt €100.000.
- Bij MEFI betreft het vermogende en veelal ervaren investeerders, die in staat worden geacht informatie op een juiste en kritische wijze te kunnen beoordelen en bij vragen of onduidelijkheden contact te zoeken met MEFI.
- MC wijst erop dat de (EU-)wetgever in verschillende (toezicht)wetten het beschermingsniveau van de belegger afhankelijk heeft gesteld van de hoogte van de inleg, waarbij de drempel van €100.000 wordt gehanteerd. De particuliere belegger die op een aanbieding van die omvang ingaat is voldoende professioneel. Bescherming op grond van het toezichtrecht is niet of in mindere mate geboden.

Reactie van de AFM

De AFM stelt op basis van de Zienswijzen vast dat tachtig procent van de obligatiehouders van MC consumenten zijn en dat twintig procent van de obligatiehouders bestaat uit besloten vennootschappen. De AFM deelt de stelling van MC dat de twintig procent obligatiehouders die investeren via besloten vennootschap geen consumenten zijn in de zin van de Whc, nu zij geen natuurlijke personen maar rechtspersonen zijn.²⁴

Dit ligt anders voor de overige obligatiehouders. In tegenstelling tot MC is de AFM namelijk van oordeel dat deze obligatiehouders kwalificeren als consument. Niet is gebleken dat deze consumenten, doordat zij – zoals MC stelt – vermogend en ervaren zijn, handelen in de uitoefening van een beroep bedrijf. Het zijn natuurlijke personen die in MEFI investeren door middel van een obligatie en daarmee een consument als bedoeld in artikel 6:193a, eerste lid onder a, BW.

Dat deze natuurlijke personen een investering doen met een minimale inleg van €100.000 maakt het bovenstaande niet anders. Immers, in artikel 6:193a, tweede lid, BW wordt bevestigd dat de gemiddelde consument het gemiddelde lid is van de specifieke groep waarop de handelaar zich richt. Nu MC zich naar eigen zeggen richt op vermogende en ervaren investeerders, zijn dit de gemiddelde consumenten waar MC zich op richt. In eerdere rechtspraak²⁵ is geoordeeld dat ook consumenten die vermogend zijn en een

²⁴ Zie artikel 6:193a, eerste lid en onder a, BW en artikel 2 van de Richtlijn Oneerlijke handelspraktijken. Verwezen wordt naar het wettelijk kader in paragraaf 2.1.

²⁵ Rb. Rotterdam (vzr.) 6 juli 2009, JOR 2009/233.

investering doen boven de vrijstellingsgrens essentiële informatie nodig hebben om een weloverwogen besluit over een transactie te nemen:

“De voorzieningenrechter is verder met de AFM van oordeel dat de obligatiehouders moeten worden aangemerkt als gemiddelde consumenten als bedoeld in artikel 6:193d, tweede lid, van het BW. Het gemiddelde lid van de specifieke groep waarop TRE II zich richt is, gelet op het feit dat TRE II door deelneming van tenminste € 50.000,- aan te bieden is vrijgesteld van verplichtingen uit hoofde van de Wft, blijkbaar de professionele belegger. Ook voor deze consumenten geldt evenwel dat aangenomen moet worden dat zij de betreffende informatie nodig hebben om een weloverwogen besluit over een transactie te kunnen nemen. Evenmin kan voorshands worden aangenomen dat de obligatiehouders zelf uit andere bron al op de hoogte zijn van de huidige financiële en juridische positie van TRE II.”²⁶.

Dat de gemiddelde consumenten van MC vermogend en ervaren zijn, kan MC vervolgens wel meewegen bij de wijze van informatieverstrekking, maar neemt niet weg dat MC valt onder de wettelijke verplichting om alle relevante informatie te verstrekken. MC mag bij haar informatieverstrekking uitgaan van een redelijk geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument. Deze mag zij bij haar informatieverstrekking als maatstaf nemen, waarbij zij rekening kan houden met maatschappelijke, culturele en taalkundige factoren.²⁷

Causaliteit

Zienswijze van MC

MC merkt in haar Zienswijze²⁸ op dat de gemiddelde consument op basis van de gedraging van de handelaar een besluit moet hebben genomen of moet hebben kunnen nemen over de vraag of, en zo ja, op welke voorwaarden hij een product koopt, van de hand doet of een contractueel recht uitoefent in verband met het product, welk besluit hij bij het achterwege blijven van die gedraging niet zou hebben genomen. MC betwist in haar Zienswijze dat in deze casus sprake is van dit causale verband en meent dat de aan haar verweten gedragingen niet het economische gedrag van de obligatiehouders heeft beïnvloed. MEFI heeft obligatiehouders op de hoogte gehouden van de relevante ontwikkelingen en tot op heden aan haar rente- en aflossingsverplichtingen jegens obligatiehouders voldaan. In de jaarrekening over 2017 en 2018 heeft MEFI geen verwachting uitgesproken over het behalen van de *hurdle* en daarmee verband houdende uitkering van bonusrente. Datzelfde geldt voor de jaaropgave van MEFI aan obligatiehouders. MC merkt

²⁶ De AFM merkt op dat ten tijde van de aanbieding van TRE II de vrijstellingsgrens voor het aanbieden van effecten zonder een goedgekeurd prospectus €50.000 was. De vrijstellingsgrens is per 1 januari 2012 verhoogd van €50.000 naar €100.000.

²⁷ Overweging 18 bij de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken.

²⁸ Randnummer 148 tot en met 152 van de Zienswijze.

daarnaast op dat in 2017 en 2018 één obligatiehouder is respectievelijk geen obligatiehouders zijn ingestapt.

Ter illustratie merkt MC in haar Zienswijze op dat geen van de obligatiehouders na de digitale investeerdersbijeenkomst van juni 2020 naar aanleiding van de gedane mededelingen zich tot MEFI heeft gewend met het voornemen één of meer obligatie(s) van de hand te doen. Tijdens deze bijeenkomst heeft MEFI obligatiehouders geïnformeerd dat de ontwikkelingen in Brazilië zeer tegenvallen en dat de kans dat de *hurdle* van €65 miljoen wordt gehaald nihil is geworden, met als gevolg dat obligatiehouders een winstdeling kunnen vergeten.

Reactie van de AFM

De AFM heeft in het Voornemen en in deze Last uiteengezet dat sprake is van een misleidende handelspraktijk. Bij een misleidende handelspraktijk en omissie is het criterium dat door deze handelspraktijk of omissie “*de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen*” (onderstreping AFM).²⁹ Volgens artikel 6:193a, eerste lid, aanhef en onder e, BW is een besluit over een overeenkomst een door een consument genomen besluit over de vraag of, en, zo ja, hoe en op welke voorwaarden hij een product koopt, geheel of gedeeltelijk betaalt, behoudt of van de hand doet, of een contractueel recht uitoefent in verband met het product, ongeacht of de consument overgaat tot handelen. Er hoeft derhalve geen sprake te zijn van een daadwerkelijke verkoop van de +Bond Brazil. Dit blijkt tevens uit de rechtspraak.³⁰ Dat de obligatiehouders dus geen concrete actie hebben genomen is geen vereiste om te spreken over handelspraktijken als bedoeld in het BW. Nog daargelaten dat de AFM niet heeft vastgesteld dat MC haar obligatiehouders reeds heeft geïnformeerd over de onjuiste en weggelaten informatie die de AFM heeft geïdentificeerd.

De AFM acht het aannemelijk dat door de misleidende handelspraktijken van MC – het weglaten van essentiële informatie en het verstrekken van onjuiste informatie - het gedrag van de beleggers is beïnvloed, in de zin van het nemen van een besluit over de verkoop van de +Bond Brazil en/of het afzien van aankoop van nieuwe +Bond Brazil.

Dat MC haar obligatiehouders tijdens een digitale investeerdersbijeenkomst in juni 2020 heeft geïnformeerd over de tegenvallende ontwikkelingen in Brazilië en de verwachting dat de bonusrente niet kan worden uitgekeerd en dat obligatiehouders vervolgens geen actie hebben ondernomen, maakt het voorgaande niet anders. De bonusrente en huidige ontwikkelingen in Brazilië maken geen onderdeel uit van de essentiële informatie in deze Last. Bovendien heeft MC geen onderbouwing verstrekt voor haar stelling. De AFM kan derhalve de inhoud van en hetgeen is gezegd tijdens de bijeenkomst niet vaststellen.

²⁹ Artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, BW.

³⁰ Cbb, 30 januari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:25, overweging 3.4.

Inbreuk

Zienswijze van MC

MC is in haar Zienswijze³¹ van mening dat van enige benadeling van consumenten en daarmee inbreuk op artikel 8.8 Whc geen sprake is. De AFM is op grond van de Whc uitsluitend bevoegd een last onder dwangsom op te leggen indien sprake is van een inbreuk op artikel 8.8 Whc. 'Inbreuk' is gedefinieerd als *"elke overtreding van een wettelijke bepaling als bedoeld in de bijlage bij deze wet, welke schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten"*. MC geeft in haar Zienswijze aan dat niet goed is in te zien welke schade MC zou hebben toegebracht aan de collectieve belangen van consumenten. MEFI heeft tot op heden aan al haar betalingsverplichtingen jegens obligatiehouders voldaan. MC verwacht bovendien volgens de huidige stand van zaken ook aan toekomstige (terug)betalingsverplichtingen jegens obligatiehouders te kunnen voldoen. Van enige benadeling van consumenten – en daarmee van enige inbreuk op artikel 8.8 Whc – is geen sprake.

Reactie van de AFM

Anders dan MC stelt, hoeft er geen sprake te zijn van reeds geleden schade.³² Bij een inbreuk wordt uitgegaan van een gedraging die potentieel of daadwerkelijk het effect heeft dat een groep van consumenten op dezelfde manier worden geraakt.³³ Het is dus niet noodzakelijk dat een (groot) aantal consumenten reeds is geschaad door een bepaalde gedraging; voldoende is dat aannemelijk wordt gemaakt dat een grotere groep van consumenten in de toekomst kan worden geraakt door een bepaalde gedraging van een aanbieder. Hierbij is, in aansluiting bij de definitie van 'inbreuk', juist de strekking van de overtreden norm van belang. De Last strekt ertoe om overtreding van 8.8 Whc te staken, teneinde de collectieve consumentenbelangen, te weten de investeerders, te beschermen. Bij overtreding van artikel 8.8 Whc wordt voldaan aan het criterium dat is neergelegd in de definitie van 'inbreuk'. MC laat in haar Zienswijzen na een koppeling te leggen met de overtreden norm van artikel 8.8 Whc, te weten het verstrekken van onjuiste informatie en het weglaten van essentiële informatie, en gaat ten onrechte niet in op in hoeverre de overtreding van artikel 8.8 Whc door MC schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten. De AFM is van oordeel dat sprake is van misleidende handelspraktijken door feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie van MEFI te verstrekken en na te laten essentiële informatie te verstrekken. De betreffende informatie is essentieel voor beleggers om een besluit te nemen of te kunnen nemen over hun obligatie. De AFM acht, zoals eerder aangegeven, het aannemelijk dat door de misleidende handelspraktijken van MC het gedrag van de beleggers is beïnvloed, in de zin van het nemen van een besluit over de verkoop van de +Bond Brazil en/of

³¹ Randnummer 153 en 154 van de Zienswijze.

³² Zie artikel 1.1 Whc, waarin 'inbreuk' wordt gedefinieerd als *"elke overtreding van een wettelijke bepaling als bedoeld in de bijlage bij deze wet, welke schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten"* (onderstreping AFM).

³³ Kamerstukken II, 2005-2006, 30 411, nr. 3, p.15-16.

het afzien van aankoop van nieuwe +Bond Brazil. Hierdoor kan een belegger schade hebben geleden of in de toekomst schade lijden.

4.3. Belangenafweging

MC heeft in paragraaf 3.1 van haar Zienswijze gereageerd op de belangenafweging van de AFM in haar Voornemen. De AFM zal hierna achtereenvolgens de punten weergeven die MC in haar Zienswijze aanvoert, gevolgd door de reactie van de AFM.

Zienswijze van MC

In haar Zienswijze maakt MC kenbaar dat de AFM in deze casus niet in redelijkheid een last onder dwangsom aan MC kan opleggen. MC stelt zich op het standpunt dat de toegepaste belangenafweging van de AFM onjuist is. Hierbij meent MC dat gezien het tijdsverloop eerst een overleg met MC op zijn plaats was over de eisen van de AFM en om te bezien in hoeverre MC vrijwillig aan die eisen tegemoet kan komen. De AFM had ook een informele maatregel, zoals een waarschuwing, kunnen inzetten.

Verder merkt MC in haar Zienswijze op dat de AFM in haar belangenafweging verwijst naar de bescherming van de belangen van de investeerders. MEFI wijst hierbij op het feit dat MEFI zich richt tot marktpartijen en ervaren investeerders die minimaal €100.000 in MEFI hebben belegd en vraagt zich af of obligatiehouders wel onder consumentenbescherming geschaard kunnen worden. MC verwijst in dat kader naar de Memorie van Toelichting bij de Whc waarin is aangegeven dat terughoudendheid dient te worden betracht waar het handhaving van civielrechtelijke normen op grond van de Whc betreft en merkt op dat het eerst en vooral aan de consument zelf is om er met de handelaar uit te komen. Naar de mening van MC is geen sprake van marktfalen dat noopt tot bestuursrechtelijke interventie door de AFM, met alle financiële en reputationele gevolgen voor MC, haar dochterondernemingen en investeerders van dien. MC merkt hierbij op dat ook na de digitale investeerdersbijeenkomst in juni 2020 geen klachten over de informatieverstrekking zijn geuit door de obligatiehouders.

De AFM heeft, aldus MC, verder niet in haar belangenafweging betrokken dat oplegging van een last onder dwangsom een toezichtantecedent voor de beleidsbepalers van MC oplevert. MC acht tevens van belang dat investeerders zorgvuldig zijn behandeld en adequaat zijn voorgelicht over de eigenschappen van de obligaties en de financiële situatie van MEFI. Van ernstige geschade belangen van obligatiehouders is geen sprake.

Reactie van de AFM

Zoals eerder in de belangenafweging in het Voornemen en in hoofdstuk 6 van dit besluit aangegeven acht de AFM het verwijtbaar dat MC onjuiste informatie verstrekt aan investeerders en essentiële informatie weglaat. De AFM heeft geconstateerd dat MC oneerlijke handelspraktijken heeft verricht en de belangen van de investeerders daarmee ernstig heeft geschaad. Er is sprake van een ernstige doorlopende

overtreding en de AFM acht in dit geval het opleggen van een last onder dwangsom passend. Het tijdsverloop van een groot en complex onderzoek doet niet af aan de ernst van de met dat onderzoek vastgestelde overtredingen of de verwijtbaarheid ten aanzien van de overtreder. Het tijdsverloop kan er wel toe leiden dat feiten achterhaald raken of overtredingen inmiddels zijn hersteld. De AFM heeft MC daarom door middel van het leveren van een zienswijze in de gelegenheid gesteld te reageren op de vastgestelde feiten, maar niet vastgesteld dat de overtreding inmiddels door MC is beëindigd.

Zoals MC aangeeft, blijkt uit de wetsgeschiedenis van de Whc dat uitgangspunt is dat de toezichthouder pas ingrijpt bij mogelijke inbreuken als de markt daartoe niet in staat is. Anders dan MC vindt de AFM dat hier in dit geval sprake van is, er is namelijk wel sprake van marktfalen. MC laat namelijk na essentiële informatie te verstrekken en juiste informatie te verstrekken aan haar obligatiehouders. Deze obligatiehouders zijn in de veronderstelling dat zij over de juiste informatie omtrent (de financiële situatie van) MEFI beschikken en kunnen op basis van de huidige informatie, niet zelf constateren dat er essentiële informatie mist of dat de verstrekte informatie onjuist is. Gevolg hiervan is dat de obligatiehouders dus ook niet (kunnen) optreden tegen de handelaar. Ingrijpen van de toezichthouder is daarom nodig, daarmee wordt het evenwicht in de markt hersteld. Dat MC geen klachten van obligatiehouders heeft ontvangen, is gezien het voorgaande ook niet opmerkelijk en maakt derhalve niet dat de AFM zich terughoudend moet opstellen. Dat MC zich richt tot marktpartijen en ervaren investeerders die minimaal €100.000 in MEFI hebben belegd, maakt niet dat de obligatiehouders, zoals tevens in paragraaf 4.2 weergegeven, niet onder consumentenbescherming vallen.

Als de AFM een maatregel aan een onderneming oplegt, waarin een overtreding bij die onderneming is vastgesteld, dan is de overtreding een toezichtantecedent voor de beleidsbepaler van die onderneming. Het toezichtantecedent is derhalve ontstaan als gevolg van de gedragingen van MC. Indien de heren [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] zich in de toekomst bij de AFM of DNB melden als beleidsbepalers van een vergunninghouder, dan zal dit antecedent worden meegenomen in de beoordeling van de betrouwbaarheid en/of geschiktheid. Op dat moment zal worden beoordeeld welke impact dit toezichtantecedent heeft op de betrouwbaarheid en/of de geschiktheid van de heer [REDACTED] of de heer [REDACTED]. Voor de volledigheid merkt de AFM op dat de keuze voor een andere type maatregel, er niet toe leidt dat er niet langer sprake is van een toezichtantecedent.

4.4. Verschillende lastonderdelen

MC heeft in paragraaf 3.2 van haar Zienswijze gereageerd op verschillende lastonderdelen die de AFM in haar Voornemen heeft opgenomen. De AFM zal hierna achtereenvolgens de punten weergeven die MC in haar Zienswijze aanvoert, gevolgd door de reactie van de AFM.

Zienswijze van MC

MC stelt zich in haar Zienswijze op het standpunt dat, voor zover van een inbreuk op artikel 8.8 Whc kan worden gesproken en de AFM in redelijkheid kan besluiten tot het opleggen van een last onder dwangsom, verschillende gebreken kleven aan de lastonderdelen. MC stelt dat de AFM met de last onder dwangsom MC juist dwingt om feitelijk onjuiste informatie aan obligatiehouders te verstrekken en acht de lastonderdelen 1, 2, 3 en 7 onvoldoende duidelijk en/of te vaag en onbepaald geformuleerd:

- Lastonderdeel 1 betreft een overzicht van de geconstateerde fouten in de jaarrekeningen van MEFI en de aanpassingen die naar aanleiding van deze fouten zijn doorgevoerd, waaronder een overzicht van de verwerking ervan als rechtstreekse mutatie van het eigen vermogen en aanpassingen van de toelichting. Hierbij dient de *'Mededeling ex artikel 2:362 lid 6 BW waarin de fouten zijn hersteld als bijlage te worden toegevoegd.'* MC gaat ervan uit dat de AFM met *'de geconstateerde fouten'* in de jaarrekening doelt op punten 1 tot en met 3 van pagina 16 van het Voornemen en merkt op dat uit het lastonderdeel dit niet duidelijk wordt. Verder merkt MC in haar Zienswijze op ernstige bezwaren te hebben ten aanzien van het onderdeel *"Mededeling ex artikel 2:362 lid 6 BW"* (**Mededeling**). De AFM is op grond van de Whc niet bevoegd een last van deze strekking aan MC op te leggen, aldus MC. In de onderdelen a en b van de bijlage bij de Whc staan geen voorschriften uit (titel 9 van) Boek 2 BW vermeld. MC is van mening dat dit lastonderdeel op gespannen voet staat met het beginsel uit artikel 6 Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens (**EVRM**) dat niemand kan worden gedwongen tegen zichzelf bewijs te leveren, alsook met de daarop gebaseerde jurisprudentie van het College van Beroep voor het bedrijfsleven over wilsafhankelijk materiaal dat door een nationale autoriteit onder dwang is verkregen.
- Lastonderdeel 2 betreft het verstrekken van informatie over de financiële positie van MEFI ultimo 2019. Het is MC niet duidelijk of de AFM daarmee bedoelt dat MC de bevindingen van de AFM uit een eventueel definitief besluit moet betrekken bij de jaarrekening van MEFI over 2019. MC acht dit tegenstrijdig met het e-mailbericht van 2 juli 2020 waarin de AFM – in reactie op het verzoek van MC tot verlenging van de zienswijzetermijn – aangeeft dat indien zij overgaat tot een definitieve last onder dwangsom, zij het belangrijk vindt dat haar bevindingen worden meegenomen in de vaststelling van de jaarrekening van MEFI. De AFM heeft daarbij aangetekend dat de jaarrekening op basis van het BW vóór 1 november 2020 moet zijn vastgesteld. MC is van mening dat lastonderdeel 2 innerlijk tegenstrijdig is met het e-mailbericht nu lastonderdeel 2 MC verplicht op een veel kortere termijn inzicht te geven in haar financiële positie per eind 2019.
- Lastonderdeel 3 betreft *"inzicht geven in de garanties en zekerheden van MEFI, waaronder het vermelden waar de garanties en zekerheden uit bestaan en de omvang ervan in euro's"*. MC vindt dat dit lastonderdeel te vaag en onbepaald is en niet aansluit bij verwijt van de AFM dat uit de jaarrekening geen aan MEFI verstrekte zekerheden zijn gebleken.

- Lastonderdeel 7 betreft “een toelichting op welke wijze +Bond Brazil wordt afgelost”. MC vindt dat dit lastonderdeel te vaag en onbepaald is en niet duidelijk is wat de AFM precies van MC verlangt, nu de AFM in het Voornemen heeft aangegeven dat informatie niet of niet juist zou zijn medegedeeld aan obligatiehouders.

Reactie van de AFM

Hieronder zal de AFM achtereenvolgens ingaan op de Zienswijze van MC ten aanzien van de verschillende lastonderdelen:

- Lastonderdeel 1: De AFM past, naar aanleiding van de Zienswijze, lastonderdeel 1 als volgt aan:

“Een overzicht van de geconstateerde fouten in de jaarrekeningen van MEFI en de aanpassingen die naar aanleiding van deze fouten zijn doorgevoerd, waaronder een overzicht van de verwerking ervan als rechtstreekse mutatie van het eigen vermogen en aanpassingen van de toelichting. Hierbij dient, indien van toepassing, de “Mededeling ex artikel 2:362, lid 6 BW”, waarin de fouten zijn hersteld als bijlage te worden toegevoegd.”

De AFM merkt op dat zij in tegenstelling tot wat MC veronderstelt de Mededeling middels lastonderdeel 1 niet beoogt af te dwingen. Op grond van artikel 2:362, eerste lid, BW dient een jaarrekening een zodanig inzicht te geven in het vermogen en het resultaat van een onderneming dat een verantwoord oordeel hierover kan worden gevormd. MC is verantwoordelijk voor een juiste jaarrekening van MEFI en derhalve voor de juiste toepassing van jaarverslaggevingsregels. In paragraaf 5 wordt toegelicht dat de AFM van oordeel is dat MC onjuiste informatie over de financiële positie van MEFI heeft verstrekt: de jaarrekening van MEFI over 2017 schiet in ernstige mate tekort in het geven van het vereiste inzicht en de informatieverstrekking tijdens investeerdersbijeenkomsten was eveneens onjuist. MC verricht hiermee een misleidende handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW. Dit dient te worden hersteld, door de investeerders te informeren over de onjuistheden in de jaarrekeningen en de aanpassingen ervan. Indien deze onjuistheden naar het oordeel van MC leiden tot een Mededeling dan dient MC de investeerders hierover te informeren. Naar het oordeel van de AFM is een dergelijke Mededeling – waarin het bestuur aangeeft dat de jaarrekening in ernstige mate tekortschiet in het geven van het wettelijk vereiste inzicht omtrent het resultaat en vermogen – en de inhoud van de Mededeling bij uitstek essentiële informatie in de zin van artikel 6:193d, tweede lid, BW. De AFM volgt derhalve de Zienswijzen niet dat dit lastonderdeel op gespannen voet met artikel 6 EVRM staat en dat sprake is van afdwingen van wilsafhankelijk materiaal.

- Lastonderdeel 2: De AFM heeft vastgesteld dat de jaarrekening van MEFI over 2019 op 16 november 2020 is gedeponereerd bij de KvK. De AFM heeft daarom besloten lastonderdeel 2 te laten vervallen, nu in lastonderdeel 1 is bepaald dat MC een overzicht van de geconstateerde fouten in

de jaarrekeningen van MEFI en de aanpassingen die naar aanleiding van deze fouten zijn doorgevoerd dient te verstrekken. Dit geldt dus ook voor de jaarrekening over 2019 nu die gedeponeed is.

- Lastonderdeel 3: De AFM is van oordeel dat lastonderdeel 3, waarin de AFM MC verplicht inzicht te geven in garanties en zekerheden van MEFI, niet te vaag en onbepaald is. De AFM beschrijft in dit besluit uitgebreid wat zij MC verwijt en volgt niet hoe MC tot de conclusie komt dat het lastonderdeel niet aansluit bij het verwijt van de AFM. De AFM verwijt MC dat – in tegenstelling tot wat het Memorandum van MEFI vermeldt – de activa van MEFI onvoldoende zekerheid bieden om de vorderingen van de obligatiehouders te kunnen dekken. Dit terwijl een feitelijk juist inzicht in de garanties en zekerheden van MEFI essentiële informatie is in de zin van artikel 6:193d, tweede lid, BW. MC dient die informatie dus te verstrekken en dat is wat met lastonderdeel 3 van MC wordt verlangd. De AFM kan de verlangde informatie vervolgens niet nader concretiseren, omdat de inhoud van de uiteindelijke informatieverstrekking, zoals concrete bedragen, bij de AFM niet bekend zijn. Dit geldt eveneens voor andere onderdelen van de Last. Het is aan MC om hier nadere invulling aan te geven. De AFM verplicht MC vervolgens in de Voorschriften om achterliggende bewijsstukken en documenten ter onderbouwing van de informatieverstrekking aan investeerders aan de AFM te verstrekken, zodat de AFM de naleving van de Last op een deugdelijke wijze kan controleren.
- Lastonderdeel 7: De AFM is van oordeel dat lastonderdeel 7, waarin de AFM MC verplicht toelichting te geven op welke wijze +Bond Brazil wordt afgelost, naar aanleiding van de Zienswijze van MC verduidelijkt kan worden. De AFM verwijt MC dat MEFI in haar updates aan obligatiehouders beperkt informatie verstrekt over de status van de opbrengsten van de Braziliaanse deelnemingen van MEFI in relatie tot de mogelijkheid voor MEFI om aan het einde van de looptijd de +Bond Brazil af te lossen. De AFM is van oordeel dat een feitelijk juist inzicht in de risico's ten aanzien van de aflossing van de +Bond Brazil essentiële informatie is in de zin van artikel 6:193d, tweede lid, BW en heeft daarom lastonderdeel 7 als volgt aangepast:

“Inzicht geven in de risico's ten aanzien van de aflossing van +Bond Brazil.”

4.5. Openbaarmaking

De AFM beschrijft in haar Voornemen dat zij tevens voornemens is het eventuele definitieve besluit openbaar te maken. MC heeft hier in haar Zienswijze op gereageerd. De AFM zal hierna achtereenvolgens de punten weergeven die MC in haar Zienswijze aanvoert, gevolgd door de reactie van de AFM op deze punten.

Zienswijze van MC

Voor MC wordt het niet goed duidelijk wanneer de AFM precies tot openbaarmaking overgaat nu de AFM in het Voornemen stelt eerst tot openbaarmaking over te gaan twee weken nadat het definitieve besluit aan MC is bekendgemaakt en vervolgens schrijft dat publicatie niet eerder plaatsvindt dan nadat vijf werkdagen zijn verstreken na de dag waarop het lastbesluit aan MC is bekendgemaakt en de dwangsom is verbeurd. MC stelt zich tevens op het standpunt dat de voorgenomen openbaarmaking en de onderbouwing daarvan, in redelijkheid niet kan worden gevolgd. Gewezen wordt op het 'vrijwillige' openbaarmakingsregime van de Whc. Omdat hier sprake is van een discretionaire bevoegdheid, heeft de AFM de verplichting om de af te wegen belangen – waaronder ook nadrukkelijk de belangen van MC, haar dochterondernemingen en investeerders – steeds 'vol' af te wegen. Van een dergelijke belangenafweging blijkt niet uit het Voornemen.

Voorts is het niet goed te begrijpen dat de AFM openbaarmaking van een eventueel dwangsombesluit niet ten minste afhankelijk heeft willen stellen van de correcte naleving van de last. In het geval van openbaarmaking zou MC worden geconfronteerd met concrete en zeer nadelige gevolgen, waar het belang van een waarschuwend effect in het kader van generale preventie niet tegen kan opwegen. De AFM wil een algemene "*motie van wantrouwen*" gericht aan de gehele MC-groep onder de aandacht van het belegend publiek brengen. Dit is onbegrijpelijk, kwalijk en buitenproportioneel, omdat de door de AFM vermeende overtredingen uitsluitend betrekking hebben op MEFI, en geheel geen betrekking hebben op andere ondernemingen uit de MC-groep. MC neemt daarnaast aanstoot aan de stelling van de AFM dat sprake zou zijn van een ernstige overtreding waardoor de belangen van obligatiehouders ernstig zouden zijn geschaad en daarom niet van publicatie kan worden afgezien. Zij verwijst hiervoor naar hoofdstuk 3 van haar Zienswijze. Het Voornemen – en in het bijzonder de verplichte Mededeling – is een openlijke uitnodiging om civielrechtelijke actie te ondernemen jegens MEFI en/of MC. Dit kan naast reputatieschade ook ernstige en directe financiële schade toebrengen aan MEFI, MC en uiteindelijk ook aan obligatiehouders zelf. Hier staat de AFM onvoldoende bij stil.

Tot slot merkt MC op, onder verwijzing naar het Voornemen en het aanmerken van vertrouwelijke gegevens, dat de inhoud van het eventuele definitieve besluit er mogelijk anders uit zal komen te zien. MC zal dan van een gelegenheid tot schoning gebruik willen maken en gaat ervan uit dat zij daartoe door de AFM in de gelegenheid wordt gesteld.

Reactie van de AFM

De AFM begrijpt - naar aanleiding van de Zienswijze van MC - dat het MC onduidelijk is wanneer de AFM precies tot openbaarmaking overgaat en verduidelijkt dit als volgt. De AFM moet na bekendmaking van de maatregel twee weken wachten met de openbaarmaking.³⁴ Deze wachtermijn is bedoeld zodat degene tot wie de maatregel is gericht een voorlopige voorziening tegen de openbaarmaking aanhangig kan maken.

³⁴ Artikel 3.4a, derde lid, Whc.

Indien er een voorlopige voorziening wordt verzocht, zal de AFM de openbaarmaking schorsen tot na de uitspraak van de voorzieningenrechter. Indien MC de maatregel zelf openbaar maakt of publiciteit zoekt aangaande de overtreding, dan is de AFM vanaf dat moment niet langer gehouden twee weken te wachten met de openbaarmaking. Anders dan de AFM in haar Voornemen schrijft is de openbaarmaking van het besluit tot het opleggen van een last onder dwangsom op grond van de Whc, niet afhankelijk gesteld van het al dan niet verbeuren van een dwangsom.³⁵ Onder de Whc geldt een ander publicatieregime dan onder de Wft. De Whc-publicatiegrondslag is – zoals MC in haar Zienswijze terecht opmerkt – een discretionaire bevoegdheid en is gekoppeld aan de oplegging van een maatregel, niet aan het verbeuren van een dwangsom. De AFM moet daarbij beargumenteren waarom publicatie voor de markt van belang is, maar hiervoor is de verbeurte geen afwegingsgrond. De AFM heeft hier in haar belangenafweging rekening mee gehouden, door onder meer de ernst van de gedragingen en de belangen van consumenten mee te wegen. Dit heeft ertoe geleid dat het belang dat de markt heeft bij openbaarmaking prevaleert boven het individuele belang van MC dat de overtreding niet bekend wordt en zij geen reputatieschade lijdt. Daarnaast is de eventuele reputatieschade die MC als gevolg van openbaarmaking kan lijden, volgens vaste rechtspraak geen zelfstandige grond om van openbaarmaking af te zien. Gezien de ernst van de overtredingen is de AFM van oordeel dat in dit verband ook niet van publicatie kan worden afgezien. Daarbij komt dat eventuele schade door openbaarmaking veeleer valt toe te schrijven aan de overtreding van de norm door MC dan aan de genoemde openbaarmaking. De AFM zal – in het geval MC zou voldoen aan de Last – hiervan bij de publicatie vermelding maken.

De stelling van MC dat het belang van een waarschuwend effect in het kader van generale preventie niet kan opwegen tegen de nadelige gevolgen voor MC, volgt de AFM niet. Openbaarmaking dient verschillende belangen, waaronder het maatschappelijk belang om consumenten te informeren over overtredingen die hebben plaatsgevonden en hen daarover te waarschuwen. Daarnaast kan openbaarmaking een generaal preventieve werking hebben, omdat andere beleggingsaanbieders daardoor worden ingelicht over het handhavend optreden van de AFM en de mogelijke gevolgen van het overtreden van de Whc. Openbaarmaking dient daarmee het doel dat de wetgever met de Whc voor ogen had, zoals de AFM ook in paragraaf 8 van dit besluit heeft opgenomen.

Ook volgt de AFM niet de stelling van MC dat de AFM een algemene “*motie van wantrouwen*” gericht aan de gehele MC-groep onder de aandacht wil brengen, aangezien de vermeende overtredingen uitsluitend betrekking hebben op MEFI en niet op andere ondernemingen uit de MC-groep. De Last strekt ertoe dat MC de verstrekte feitelijke onjuiste informatie corrigeert en alle essentiële informatie alsnog verstrekt. MC dient deze informatieverstrekking te richten aan investeerders. Dit betreft enerzijds consumenten die de +Bond Brazil hebben gekocht en/of voornemens zijn te gaan kopen en anderzijds consumenten die door MC zijn geïnformeerd over de (financiële) situatie van MEFI, bijvoorbeeld tijdens investeerdersbijeenkomsten en via schriftelijke updates. De AFM merkt op dat onder andere tijdens investeerderbijeenkomsten ook

³⁵ Zie tevens paragraaf 8 van dit besluit.

consumenten, die niet direct in MEFI hebben geïnvesteerd, onjuist zijn geïnformeerd over de financiële situatie van MEFI. De AFM hecht er belang aan dat MC ook aan deze consumenten de verstrekte feitelijke onjuiste informatie corrigeert en alle essentiële informatie alsnog verstrekt.

MC is van mening dat het Voornemen – en in het bijzonder de verplichte Mededeling – een openlijke uitnodiging is om civielrechtelijke actie te ondernemen jegens MEFI en/of MC. Allereerst merkt de AFM op dat zij MC niet verplicht stelt om de Mededeling te doen. De AFM wijst MC op de bepalingen die zien op de Mededeling en de verantwoordelijkheid van MC en MEFI. De AFM is van mening dat een Mededeling, welke tot gevolg heeft dat inzicht in de financiële situatie wijzigt, alsmede de inhoud van de Mededeling essentiële informatie is voor de investeerders. Daarnaast merkt de AFM op dat het inherent is aan het consumentenrecht dat een consument een procedure bij de civiele rechter aanhangig kan maken, indien hij van mening is dat zijn rechten door een bedrijf worden geschonden. Het uitgangspunt van het consumentenrecht is dat de consument zelf, ondersteund door wetgeving, goed geïnformeerd een overeenkomst kan sluiten en indien zijn rechten worden geschonden nakoming van een overeenkomst kan afdwingen dan wel in voorkomend geval een beroep op schadevergoeding kan doen, eventueel naast ontbinding van de overeenkomst.

Tot slot reageert de AFM op de opmerking van MC dat de inhoud van het eventuele definitieve besluit er anders uit zal komen te zien en MC dan van een gelegenheid tot schoning gebruik wil maken. Onder verwijzing naar paragraaf 8 van dit besluit stelt de AFM MC daartoe in de gelegenheid.

5. Oordeel

De AFM is van oordeel dat MC in strijd handelt met artikel 8.8 Whc juncto artikel 6:193b, eerste en derde lid, onder a, juncto artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, BW. Samenvattend komt de AFM tot het oordeel dat MC onrechtmatig jegens consumenten handelt, omdat zij handelspraktijken verricht die misleidend zijn. MC begaat naar het oordeel van de AFM de volgende misleidende handelspraktijken:

1. MC verstrekt feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie van MEFI. MC heeft de financiële situatie van MEFI te rooskleurig weergegeven. Op basis van deze informatie heeft een gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen die hij anders niet had genomen. MC verricht daarmee een misleidende handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW.
2. MC laat na essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van MEFI, waaronder de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de +Bond Brazil. Dit terwijl de gemiddelde consument deze informatie nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een overeenkomst te nemen.

Hiermee is sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, BW.

Dit wordt hieronder toegelicht, waarbij allereerst zal worden ingegaan op het oordeel van de AFM omtrent de kwalificatie van aanbieding van de +Bond Brazil als aanbieden van effecten en de kwalificatie van MC als handelaar in de zin van artikel 6:193a, eerste lid, BW.

5.1. +Bond Brazil zijn effecten, aanbieding is aanbieden van effecten

De AFM is van oordeel, op grond van hetgeen is opgenomen in paragraaf 3.1, dat de +Bond Brazil een effect is als bedoeld in artikel 1.1 Whc. De +Bond Brazil is aan te merken als verhandelbare obligatie als bedoeld in de definitie van effect in artikel 1.1 Whc juncto artikel 3, eerste lid, juncto artikel 2, onder a van de Prospectus Verordening en artikel 4, lid 1, punt 44, Richtlijn 2014/65/EU. Uit de kenmerken van de +Bond Brazil, zoals vermeld in paragraaf 3.1 van deze brief, volgt dat sprake is van standaardisatie. De +Bond Brazil is uitgegeven tegen eenzelfde nominale waarde van €100.000 per +Bond Brazil en het rentepercentage per gekozen looptijd van 4, 5, 6 en 7 jaar is gelijk. Daarnaast is +Bond Brazil overdraagbaar.

Vervolgens concludeert de AFM dat de obligaties worden aangeboden door MEFI. Nu de +Bond Brazil kwalificeert als effect, is het aanbieden van +Bond Brazil een financiële dienst of activiteit zoals bedoeld in de Whc. Uit artikel 1.1 Whc volgt voorts dat onder deze financiële dienst of activiteit mede wordt begrepen de overeenkomsten met betrekking tot de +Bond Brazil die uit de financiële dienst of activiteit voortvloeien.

De AFM is vervolgens van oordeel dat MC kwalificeert als handelaar zoals bedoeld in artikel 6:193a, eerste lid, BW. Zoals blijkt uit de bevindingen die zijn opgenomen in paragraaf 3.1 handelt MC ten behoeve van MEFI bij het verstrekken van informatie aan de houders van de +Bond Brazil.

5.2. MC verstrekt onjuiste informatie

De AFM is van oordeel dat sprake is van misleidende handelspraktijken doordat MC, onder meer in de jaarrekening van MEFI over 2017 en 2018, feitelijk onjuiste informatie heeft verstrekt aan de investeerders ten aanzien van de financiële situatie van MEFI. Meer specifiek komt de AFM op basis van de bevindingen in paragrafen 3.2 tot en met 3.5 tot het oordeel dat de jaarrekening over 2017 van MEFI op de volgende onderdelen onjuist is:

1. de waardering van de belangen in de Braziliaanse entiteit [REDACTED] is €28,6 miljoen te hoog;
2. de waardering van de rentevorderingen op de Braziliaanse entiteiten is €3,1 miljoen te hoog;
3. bovenstaande onjuiste waarderingen hebben tot gevolg dat het eigen vermogen van MEFI €31,7 miljoen te hoog is en de omzet €3,1 miljoen te hoog is; en
4. de weergegeven informatie over de positieve kasstromen.

De AFM acht dat door de geconstateerde fouten sprake is van een niet getrouw beeld van de jaarrekening van MEFI over 2017 als geheel. De AFM is daarom van oordeel dat MC onjuiste informatie verstrekt ten

aanzien van belangrijke kenmerken van de obligatie, zoals de risico's die investering in de obligatie met zich brengen en de te verwachten resultaten van de obligatie. Deze informatie, zoals bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW, is informatie die van groot belang is voor investeerders om een besluit over hun investering te kunnen nemen. Een besluit dat hij zonder die informatie niet op een voldoende geïnformeerde wijze kan nemen.

Voorts is de AFM van oordeel dat de op 7 februari 2020 gedeponeerde jaarrekening van MEFI over 2018 onjuist is nu met betrekking tot de waardering van de Braziliaanse financiële belangen geen aanpassing heeft plaatsgevonden en MC de Braziliaanse financiële belangen – conform 2017 – op onjuiste grondslag heeft gewaardeerd.

Het voorgaande is een overtreding van artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW. Daarmee is er sprake van een oneerlijke handelspraktijk zoals bedoeld in artikel 6:193b, derde lid, BW. MC handelt derhalve onrechtmatig jegens de investeerders.

5.3. MC laat informatie weg

De AFM is van oordeel dat MC een misleidende handelspraktijk verricht doordat er sprake is van een misleidende omissie. MC laat namelijk essentiële informatie ten aanzien van de financiële situatie van MEFI weg. MC laat na concrete financiële gegevens over MEFI aan investeerders te verstrekken. Daarnaast komt de AFM op basis van de bevindingen in de paragraaf 3.6 tot en met 3.8 tot het oordeel dat MC informatie heeft weggelaten, verborgen heeft gehouden dan wel onduidelijk heeft verstrekt over de volgende onderwerpen:

1. garanties en zekerheden van de door MEFI aangegane leningen;
2. de herkomst van de rentebetalingen die door MEFI aan haar obligatiehouders wordt gedaan; en
3. de aflossing van +Bond Brazil.

Zonder deze informatie kunnen investeerders geen geïnformeerd besluit over hun investering nemen. Het is voor investeerders van essentieel belang om inzage te hebben in de financiële gegevens van MEFI, de gestelde garanties en zekerheden, de wijze waarop aan de rentebetalingen wordt voldaan en de aflossingsmogelijkheden van de +Bond Brazil. Op basis hiervan kunnen zij een geïnformeerd besluit nemen over hun overeenkomst. Door het weglaten, het verborgen houden dan wel het onduidelijk verstrekken van dit soort essentiële informatie heeft MC in strijd gehandeld met artikel 8.8 Whc juncto artikel 6:193b, derde lid, onder a, juncto artikel 6:193d BW. Investeerders hebben hierdoor een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen, dat zij anders niet hadden genomen.

Daarbij komt dat de jaarrekeningen van MEFI over 2017 en 2018, zoals toegelicht in paragraaf 4.2, naar het oordeel van de AFM onjuist zijn. Hierdoor vindt het voor investeerders ontbreken van essentiële informatie plaats in een context van onvolledige inzage in de financiële situatie van MEFI.

6. Belangenafweging

De AFM heeft bij de voorbereiding van deze brief de nodige kennis omtrent de relevante feiten, de Zienswijzen van MC en de af te wegen belangen vergaard en heeft de rechtstreeks bij het besluit tot het opleggen van een last onder dwangsom betrokken belangen afgewogen. In deze belangenafweging kent de AFM grote betekenis toe aan het feit dat het toezicht op de financiële markten en het toezicht in het kader van de Whc onder meer gericht is op de bescherming van de belangen van consumenten, meer specifiek de investeerders.

Het opleggen van een last onder dwangsom aan MC kan mogelijk het belang van MC schade toebrengen. Dit kan in het bijzonder het geval zijn bij openbaarmaking van het definitieve besluit door de AFM (zie paragraaf 8). Daarnaast kan het belang van MC worden geschaad indien investeerders, wanneer MC aan de last voldoet, naar aanleiding hiervan besluiten hun financiële instrumenten te verkopen of een contractueel recht uit te oefenen.

Tegenover het belang van MC staat de bescherming van de belangen van de investeerders die op basis van oneerlijke handelspraktijken besluiten nemen of hebben genomen die zij anders wellicht niet hadden genomen. De investeerders dienen te beschikken over juiste en niet misleidende informatie die hen inzicht geeft in (i) de wijze waarop MC en MEFI uitvoering geeft aan de overeenkomst met de houders van +Bond Brazil en (ii) de financiële positie van MEFI. De AFM acht het verwijtbaar dat MC onjuiste informatie verstrekt aan investeerders en essentiële informatie weglaat.

De obligatiehouders die in de aanbieding van de +Bond Brazil een voor hen passende belegging zagen, moeten kunnen uitgaan van een juiste en niet misleidende besteding van de door hen ingelegde gelden. Op basis van het Memorandum en de +Bond Brazil obligatieovereenkomst mochten de obligatiehouders ervan uitgaan dat MC een juiste en volledige weergave van de financiële situatie van MEFI geeft. Voorts zouden de houders van +Bond Brazil geïnformeerd moeten worden over de wijze waarop de rentebetalingen aan hen plaatsvinden en de aflossingsmogelijkheden van +Bond Brazil. Ook de overige investeerders – consumenten die schriftelijk en mondeling (onder meer tijdens (update)bijeenkomsten) door MC zijn geïnformeerd over MEFI – dienen over de financiële situatie van MEFI juist en niet misleidend te worden geïnformeerd. De overige investeerders mochten ervan uitgaan dat in schriftelijke en mondelinge updates een juiste en volledige weergave van de financiële situatie van MEFI is gegeven en ook zij zouden geïnformeerd moeten worden over de wijze waarop rentebetalingen door MEFI plaatsvinden en de aflossingsmogelijkheden van +Bond Brazil.

De AFM heeft geconstateerd dat MC oneerlijke handelspraktijken heeft verricht en de belangen van de investeerders daarmee ernstig heeft geschaad. Investeerders hebben hierdoor een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen, dat zij anders niet hadden genomen.

Het is van belang dat investeerders beschikken over volledige, juiste, duidelijke en begrijpelijke (essentiële) informatie om een geïnformeerd besluit te kunnen nemen over een overeenkomst, zoals het kopen, verkopen of behouden van de +Bond Brazil en overige investeringen in MC en de met haar verbonden ondernemingen. Inzicht hebben in de financiële situatie van MEFI is hierbij belangrijk.

Nu de investeerders mogelijk uitgaan van een onjuiste en onvolledige financiële situatie van MEFI, niet volledig in kennis zijn gesteld van onder meer de garanties en zekerheden van MEFI, de herkomst van de rentebetalingen aan obligatiehouders en de risico's ten aanzien van de aflossing van +Bond Brazil, is sprake van een ernstige doorlopende overtreding. Gelet op de belangen van investeerders is het noodzakelijk dat deze overtreding zo spoedig mogelijk wordt gestaakt en de onjuiste informatie en de misleidende omissies worden hersteld.

Al het voorgaande meegewogen heeft de AFM de bescherming van de belangen van consumenten, te weten de investeerders, zwaarder laten wegen dan het belang van MC. Gelet op de aard en ernst van de overtreding acht de AFM de oplegging van een last onder dwangsom passend en geboden.

7. Besluit

Op grond van het vorenstaande legt de AFM overeenkomstig artikel 3.4, tweede lid, aanhef en onder c juncto artikel 3.4, achtste lid, Whc een last onder dwangsom met voorschriften op aan MC, omdat MC oneerlijke handelspraktijken verricht waardoor schade is toegebracht aan de collectieve belangen van consumenten.

De AFM is van oordeel dat MC in strijd handelt met artikel 8.8 Whc juncto artikel 6:193b, eerste en derde lid, onder a, juncto

- artikel 6:193c, eerste lid, onder b, en
- artikel 6:193d, eerste, tweede en derde lid, BW.

Samenvattend komt de AFM tot het oordeel dat MC onrechtmatig jegens consumenten handelt, omdat zij handelspraktijken verricht die misleidend zijn. MC begaat naar het oordeel van de AFM de volgende misleidende handelspraktijken:

1. MC verstrekt feitelijk onjuiste informatie aan investeerders over de financiële situatie van MEFI. MC heeft de financiële situatie van MEFI te rooskleurig weergegeven. Op basis van deze informatie heeft een gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen die hij anders niet had genomen. MC verricht daarmee een misleidende handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193c, eerste lid, onder b, BW.
2. MC laat na essentiële informatie te verstrekken aan investeerders over de financiële situatie van MEFI, waaronder de garanties en zekerheden, de herkomst van rentebetalingen en de risico's ten

aanzien van de aflossingsmogelijkheden van de +Bond Brazil. Dit terwijl de gemiddelde consument deze informatie nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een overeenkomst te nemen. Hiermee is sprake van een misleidende handelspraktijk als gevolg van een misleidende omissie als bedoeld in artikel 6:193d eerste, tweede en derde lid, BW.

De last onder dwangsom strekt ertoe dat MC **binnen 25 werkdagen na dagtekening van het definitieve besluit tot het opleggen van een last onder dwangsom** aan het volgende voldoet. MC wordt gelast de overtreding van voornoemde bepalingen te staken door in ieder geval de volgende informatie aan de investeerders juist, volledig, begrijpelijk en ondubbelzinnig schriftelijk te verstrekken [REDACTED]:

1. Een overzicht van de geconstateerde fouten in de jaarrekeningen van MEFI en de aanpassingen die naar aanleiding van deze fouten zijn doorgevoerd, waaronder een overzicht van de verwerking ervan als rechtstreekse mutatie van het eigen vermogen en aanpassingen van de toelichting. [REDACTED];
2. Inzicht geven in de garanties en zekerheden van MEFI, waaronder het vermelden waar de garanties en zekerheden uit bestaan en de omvang ervan in euro's;
3. De omvang van de daadwerkelijke kasstromen van Braziliaanse deelnemingen van MEFI vanaf 2017;
4. De omvang van alle inkomende kasstromen welke vanaf 2017 per jaar zijn ontvangen op de bankrekening van MEFI vanuit de Braziliaanse deelnemingen van MEFI;
5. Een toelichting van welke ontvangen gelden MEFI de afgelopen jaren, in ieder geval vanaf 2017, de rente aan obligatiehouders heeft betaald alsmede de +Bond Brazil heeft afgelost, onder vermelding van de omvang van deze rentebetalingen en aflosverplichting in euro's per jaar; [REDACTED]

De AFM zal op grond van artikel 3.4, achtste lid, Whc voorschriften verbinden aan de last onder dwangsom. Deze voorschriften strekken ertoe dat MC aan de AFM aantoon dat MC de overtredingen met betrekking tot de obligatieleningen van MEFI heeft beëindigd. MC dient binnen 25 werkdagen na dagtekening van de Last te voldoen aan de volgende voorschriften:

- MC verstrekt aan de AFM kopieën van de informatieverstrekking zoals hierboven genoemd aan de investeerders. Van de informatie die per post dan wel per e-mail aan individuele investeerders is verzonden, ontvangt de AFM steeds een bewijs van verzending;
- MC verstrekt aan de AFM een kopie van het bericht op de Website welke ziet op bovengenoemde informatieverstrekking aan investeerders;

- MC verstrekt aan de AFM achterliggende bewijsstukken en documenten ter onderbouwing van de in de gedragslijn onder 1 tot en met 6 genoemde informatieverstrekking aan investeerders.

Als MC niet binnen de termijn van 25 werkdagen na dagtekening van het definitieve besluit aan het bovenstaande gelaste voldoet, dan wordt een dwangsom verbeurd. Deze dwangsom bedraagt €100.000.

De AFM heeft bij de beoordeling van de hoogte van de dwangsom en het maximaal te verbeuren bedrag rekening gehouden met de zwaarte van de overtreding en de beoogde werking van de last onder dwangsom. Indien MC binnen de begunstigingstermijn van 25 werkdagen niet of niet volledig voldoet aan de definitieve last onder dwangsom met voorschriften, zal de dwangsom na het verbeuren onmiddellijk opeisbaar zijn voor de AFM. 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 bij MC in rekening brengen. Als er een dwangsom wordt verbeurd, is MC wettelijke rente verschuldigd over het bedrag van de verbeurde dwangsom naast eventuele aanmanings- en invorderingskosten.

8. Openbaarmaking

De AFM heeft besloten deze Last openbaar te maken op grond van het bepaalde in artikel 3.4a, eerste en tweede lid, Whc. De AFM doet dit twee weken nadat het definitieve besluit op de in artikel 3:41 van de Algemene wet bestuursrecht (**Awb**) voorgeschreven wijze bekend is gemaakt, tenzij de overtreder dat zelf heeft openbaar gemaakt, heeft doen openbaar maken of openbaarmaking met de overtreder is overeengekomen.

Openbaarmaking dient het algemeen maatschappelijk belang om consumenten te informeren over en/of te waarschuwen voor bepaalde handelspraktijken van ondernemingen. De AFM acht het van belang dat consumenten worden geïnformeerd over en/of gewaarschuwd voor de oneerlijke handelspraktijken die MC (heeft) verricht, omdat MC onjuist informatie heeft verstrekt en essentiële informatie heeft weggelaten over de financiële situatie van MEFI. Hierdoor hebben investeerders beslissingen genomen of kunnen nemen over het beleggen in MC en/of MEFI die zij anders niet hadden genomen.

Ook wanneer MC na oplegging van de last onder dwangsom de oneerlijke handelspraktijken beëindigt, hebben (gedupeerde) investeerders er belang bij over die oneerlijke handelspraktijken te worden geïnformeerd, als ook over het feit dat de AFM daar handhavend tegen is opgetreden.³⁷ Dit belang bestaat er bijvoorbeeld in dat zij hun rechten geldend kunnen maken wanneer zij door de inbreuk schade hebben geleden.

³⁷ Zie bijvoorbeeld Rechtbank Rotterdam 12 juli 2018, ECLI:NL:RBROT:2018:5512 en Rechtbank Rotterdam 13 december 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BY6184.

Daarnaast kan in het kader van generale preventie een waarschuwend effect van de openbaarmaking naar andere marktpartijen uitgaan en wordt voor hen inzichtelijk welke gedragingen kunnen leiden tot handhaving en welke invulling de AFM aan bepaalde normen geeft. Openbaarmaking dient daarmee het doel dat de wetgever met de Whc voor ogen had, namelijk: meer vertrouwen van consumenten, geïnformeerde en efficiënte keuzes van consumenten, minder concurrentievervalsing en een betere werking van de markt.

Het individuele belang van MC en/of MEFI doet niet af aan voornoemde belangen van consumenten en aan het belang van generale preventieve werking. Het argument dat publicatie (reputatie)schade kan toebrengen evenmin, gelet op de ernst van de gedragingen.³⁸ Daarbij komt dat eventuele schade door de openbaarmaking veeleer valt toe te schrijven aan de overtreding van de norm door MC, dan aan de genoemde openbaarmaking.

De AFM maakt de definitieve last openbaar door de volledige tekst van het lastbesluit (met uitzondering van vertrouwelijke informatie) op haar website te plaatsen, onder begeleiding van onderstaand persbericht. Van het persbericht kan een Engelse vertaling worden opgenomen. Ook wordt een bericht over de last opgenomen in de periodieke AFM-nieuwsbrieven (consumenten/professionals), wordt een bericht op Social Media geplaatst³⁹ en wordt gebruik gemaakt van een RSS-feed⁴⁰ en een news-alert⁴¹. Bij het persbericht zal een hyperlink worden opgenomen naar een eventuele uitspraak van de Voorzieningenrechter van de rechtbank op rechtspraak.nl.

De volgende basistekst wordt in het te publiceren persbericht en/of de advertentie opgenomen (zie volgende pagina).

Last onder dwangsom aan Momentum Capital: ontbreken essentiële informatie

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft op 7 december 2020 een last onder dwangsom opgelegd aan Momentum Capital B.V. (Momentum Capital), enig aandeelhouder en bestuurder van Momentum Estate Fund I B.V. (MEFI). Momentum Capital moet essentiële informatie verstrekken aan beleggers die hebben geïnvesteerd in obligaties MC Bond 11 +Bond Brazil of van plan zijn dat te doen.

³⁸ Zie Rechtbank Rotterdam 27 september 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BX8840.

³⁹ Het bericht op Social Media (bijvoorbeeld Twitter en Facebook) zal bestaan uit de kop van het persbericht en een link naar het persbericht op de website van de AFM.

⁴⁰ Een RSS-feed is een automatische melding van aanpassingen op de website.

⁴¹ Persbureaus en andere personen die zich hebben geabonneerd, ontvangen persberichten van de AFM via zogenaamde 'news-alerts'.

Ook consumenten die schriftelijk en mondeling door Momentum Capital onjuist en misleidend zijn geïnformeerd over de financiële situatie van MEFI, bijvoorbeeld tijdens bijeenkomsten en via schriftelijke updates, dienen juist en volledig te worden geïnformeerd. Als Momentum Capital dit niet binnen de gestelde termijn van 25 werkdagen doet, moet Momentum Capital €100.000 betalen.

Vastgoedinvesteringen

MEFI biedt de obligatie 'MC Bond 11 +Bond Brazil' aan. Momentum Capital zorgt voor de informatieverstrekking aan de obligatiehouders van 'MC Bond 11 +Bond Brazil' en overige investeerders in Momentum Capital en met haar verbonden ondernemingen. Volgens het aanbiedingsmateriaal wordt met het geld van de obligaties deelgenomen in vastgoedinvesteringen in Brazilië en ontvangt MEFI opbrengsten vanuit de Braziliaanse investeringen.

Onjuiste en onvolledige informatieverstrekking

Uit de informatie die de AFM heeft ontvangen blijkt dat onjuiste informatie is verstrekt over de financiële situatie van MEFI. De jaarrekening over 2017 van MEFI is op de volgende onderdelen onjuist:

- de waardering van de belangen in een van de Braziliaanse entiteiten is €28,6 miljoen te hoog;
- de waardering van de rentevorderingen op de Braziliaanse entiteiten is €3,1 miljoen te hoog.

Deze onjuiste waarderingen hebben tot gevolg dat in de jaarrekening van MEFI het eigen vermogen €31,7 miljoen en de omzet €3,1 miljoen te hoog zijn vermeld. De publicatie jaarrekening bij het Handelsregister van de Kamer van Koophandel over 2018 is eveneens onjuist doordat de waarderingen van de activaposten en het eigen vermogen niet zijn aangepast en dus te hoog zijn.

Ook is onjuiste informatie verstrekt over de positieve operationele kasstromen in Brazilië.

Essentiële informatie weggelaten

Daarnaast is essentiële informatie over de financiële situatie van MEFI weggelaten, waaronder informatie over de garanties en zekerheden, de herkomst van de betalingen van rente en de risico's ten aanzien van de aflossing van 'MC Bond 11 +Bond Brazil'.

Last onder dwangsom?

Met een last onder dwangsom wordt een onderneming of een persoon opgedragen (gelast) een gedraging te doen of te laten. Als binnen de gestelde termijn niet aan de opdracht is voldaan, dan moet de onderneming/persoon een geldsom betalen. In dit geval eist de AFM dat Momentum Capital juiste en essentiële informatie verstrekt aan obligatiehouders en overige investeerders die onjuist en onvolledig zijn geïnformeerd, zodat aan de toepasselijke regelgeving is voldaan.

De volledige beschikking kunt u hiernaast in PDF-formaat downloaden.

Consumenten met vragen kunnen contact opnemen met het Meldpunt Financiële Markten van de AFM via telefoonnummer 0800-5400 540 (gratis).

Let op: de AFM kan, afhankelijk van de omstandigheden op het moment van publicatie, bovengenoemde publicatietekst wijzigen of aanvullen.

In het openbaar te maken besluit worden eventuele vertrouwelijke gegevens verwijderd. Het gaat hierbij om de in deze brief grijs gemarkeerde gegevens. Deze informatie zal dus bij de publicatie worden afgeschermd. Als MC vindt dat bepaalde andere gegevens ook als vertrouwelijk moeten worden aangemerkt, kan MC dit binnen een termijn van **tien werkdagen** na dagtekening van deze brief aan de AFM kenbaar maken.

Openbaarmaking vindt niet eerder plaats dan nadat twee weken zijn verstreken na de dag waarop het definitieve besluit bekend is gemaakt. De openbaarmaking wordt opgeschort als MC verzoekt om een voorlopige voorziening als bedoeld in artikel 8:81 Awb. Openbaarmaking wordt dan in elk geval opgeschort, totdat de voorzieningenrechter een uitspraak heeft gedaan of totdat het verzoek is ingetrokken. Als MC om een voorlopige voorziening vraagt, verzoekt de AFM dit per e-mail ([REDACTED] en [REDACTED]) door te geven. Als MC hier niet toe overgaat zal de AFM de last openbaar maken op de wijze als hiervoor toegelicht. Ook vraagt de AFM MC het verzoek om voorlopige voorziening per fax toe te sturen (faxnummer 020 - 797 3816).

Als MC het definitieve besluit zelf openbaar heeft gemaakt, heeft doen openbaar maken, of openbaarmaking met MC is overeengekomen, zal de AFM het definitieve besluit zo spoedig mogelijk openbaar maken.

Datum 7 december 2020
Ons kenmerk [REDACTED]
Pagina 42 van 72

9. 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 020-7973835) 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. 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.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten



Hoofd
Marktintegriteit en Handhaving



Bestuurslid

Bijlage – Zienswijzen van MC en reactie van de AFM inzake de bevindingen ten aanzien van de financiële situatie van MEFI

Deze bijlage bevat de reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC ten aanzien van de in paragraaf 3 van het Voornemen beschreven bevindingen. Onderstaand is een samenvatting van de Zienswijzen van MC, voor zover deze relevant zijn voor het besluit van de AFM, weergegeven met per onderdeel de reactie van de AFM. De AFM benadrukt dat naast deze reactie op de Zienswijzen, de AFM ook in het feitenrapport (kenmerk: [REDACTED]) en in het besluit tot het opleggen van de last onder dwangsom (kenmerk: [REDACTED]) de Zienswijzen heeft verwerkt. De reactie van de AFM op de Zienswijzen van MC bestaat derhalve uit onderstaande tekst alsmede de aanpassingen in het feitenrapport en het besluit.

In deze bijlage beschrijft de AFM de Zienswijzen en de reactie van de AFM hierop met betrekking tot de volgende onderwerpen:

1. Kwalificatie en waardering van de Braziliaanse belangen in de jaarrekening van MEFI;
2. Waardering rentevorderingen op [REDACTED] en [REDACTED];
3. Eigen vermogen en omzet MEFI;
4. Kasstromen;
5. Garanties en zekerheden van de door MEFI aan [REDACTED] [REDACTED] en [REDACTED] verstrekte leningen;
6. Herkomst rentebetalingen MEFI aan obligatiehouders;
7. Aflossing van de +Bond Brazil.

1. Kwalificatie en waardering van de Braziliaanse belangen in de jaarrekening van MEFI

Zienswijzen van MC

In haar Zienswijzen geeft MC aan geen feitelijk onjuiste informatie te hebben verstrekt en geen essentiële informatie te hebben achtergehouden en licht dit aan de hand van diverse elementen toe.

***De jaarrekening*⁴²**

MC is van mening dat de AFM de beoordeling van diverse belangrijke uitgangspunten en veronderstellingen, die voortvloeien uit diverse andere wetsartikelen en richtlijnen voor de jaarverslaggeving, negeert. Hierdoor komt de AFM tot conclusies waartoe zij redelijkerwijs niet heeft kunnen komen. De AFM gaat voorbij aan diverse bepalingen in onder andere RJ 214 “Financiële Vaste Activa”, artikel 2:367 BW, artikel 2:407 BW, RJ 217 “Consolidatie”, RJ 226 “Effecten”, Besluit Actuele

⁴² Randnummer 14-16 van de Zienswijze

Waarde, RJ 252 “Voorzieningen, niet in de balans opgenomen verplichtingen en niet in de balans opgenomen activa”, artikel 2:374 lid 1 en RJ 222 “Vorderingen”.

Participaties versus deelnemingen⁴³

Voor de vraag of er sprake is van een participatie is relevant: i) of sprake is van operationele betrokkenheid van de vennootschap bij de onderneming waarin de vennootschap een belang aankoopt, en ii) of sprake is van een geformuleerde concrete exit-strategie vanaf het moment van aankoop van het belang. De AFM beperkt zich tot de definitie van participatie in RJ 940 “Begrippen” en tot de definitie van deelneming in artikel 2:24c BW. Hoe deze definities zijn te interpreteren vloeit direct en indirect mede voort uit andere wetsartikelen en RJ, zoals de definitie van deelneming in “Definities” van RJ 214 en “Financiële Vaste Activa”. Evenals RJ 214.204, waarin is vermeld dat door participatiemaatschappijen gehouden kapitaalbelangen geen deelneming vormen omdat zij niet duurzaam worden gehouden ten behoeve van de eigen werkzaamheid. Voorts wordt verwezen naar RJ 217 “Consolidatie” als belangrijke bron om vast te stellen of een entiteit voldoet aan de definitie van participatie en artikel 2:407 BW.

MC kan zich niet vinden in de conclusie van de AFM in het Voornemen dat sprake is van een deelneming in de zin van artikel 2:24c BW, omdat de deelnemingen duurzaam zijn en bestemd om de bedrijfsuitoefening van MEFI te dienen. Het bovenstaande wordt aan de hand van verschillende elementen toegelicht.

- a. De suggestie dat een bestuurdersrol automatisch betekent dat sprake is van operationele betrokkenheid is onterecht en het is niet ongebruikelijk dat investeerders in het kader van hun aandeelhouderschap rollen vervullen in de besturen van ondernemingen waarin zij een participatie houden. Het gaat er om hoe die rol vervolgens in de praktijk wordt vervuld. In tegenstelling tot het Memorandum uit mei 2014 is en was het nooit de intentie van MEFI om de heer [REDACTED] als bestuurder bij een operationele [REDACTED] entiteit – van waaruit doorontwikkeling van grondposities en de individuele kavelsverkopen plaatsvinden – te benoemen. De heer [REDACTED] is geen bestuurder van enige Braziliaanse entiteit geworden. In bijlage 3 bij de Zienswijze zijn uittreksels uit de Braziliaanse Kamer van koophandel, die de stand per 28 juli 2020 weergeven, verstrekt en een overzicht van bestuurswisselingen van verschillende [REDACTED] entiteiten. De heer [REDACTED] is niet betrokken geweest bij operationele beslissingen binnen [REDACTED]

MC stelt⁴⁴ dat geen sprake is van operationele betrokkenheid van MEFI bij [REDACTED] en [REDACTED] en dat de AFM selectief gekozen en fout geciteerde passages uit de Aandeelhoudersovereenkomst gebruikt. MEFI is bij [REDACTED] en [REDACTED] niet operationeel betrokken, maar vervult de rol van financiële partner. Hiervoor wordt verwezen naar diverse passages uit de MoU, de Aandeelhoudersovereenkomst en de Managementovereenkomst.

⁴³ Randnummer 19 e.v. van de Zienswijze.

⁴⁴ Randnummer 35 e.v. van de Zienswijze.

- b. De AFM heeft het doel van MEFI selectief geciteerd door alleen het besturen van ondernemingen te vermelden. Verwezen wordt naar de jaarrekening van MEFI over 2018: *“De vennootschap heeft tot doel het deelnemen in, financieren van en besturen van ondernemingen”*. Onder besturen wordt onder andere verstaan het uit hoofde van aandeelhouderschap vervullen van (niet-uitvoerende) bestuurs- of toezichthoudende functies. De bedrijfsactiviteiten in statuten en jaarrekening zijn breed geformuleerd en dat wil niet zeggen dat in de praktijk daar ook daadwerkelijk op enige schaal invulling aan wordt gegeven.
- c. Los van de vraag of de heer [REDACTED] tijdens een (update)bijeenkomst gezegd zou hebben dat MEFI, als aandeelhouder, een bepalende rol heeft, onderbouwt dit argument niet de stelling van de AFM dat er geen sprake zou zijn van een participatie maar van een deelneming. Er was geen sprake van een meerderheidsbelang van MEFI, want MEFI beschikte slechts over een 50%-belang. Zelfs bij een hypothetisch scenario dat MEFI over een meerderheidsbelang beschikt, betekent dat nog niet dat sprake is van een deelneming. Verwezen wordt naar RJ 217.210. Dat MEFI een bepalende rol als aandeelhouder zou hebben, is gelegen in de omstandigheid dat de Braziliaanse entiteiten in zekere zin qua financiering en daarmee investeringscapaciteit afhankelijk zijn van de bereidheid van MEFI om indien nodig additionele financiering ter beschikking te stellen of akkoord te gaan met het door investeren van de projectfasen met kasstromen gegenereerd in Brazilië in plaats van betaling aan MEFI van rente. De beschikbaarheid van financiering door MEFI is bepalend voor de Braziliaanse entiteiten voor het uitvoeren van de lokale vastgoedprojecten. In dat licht moet de opmerking van de heer [REDACTED] tijdens een investeerdersbijeenkomst over de bepalende rol van MC als aandeelhouder worden gezien.
- d. Dat een belang in een onderneming als financiële vaste activa wordt verantwoord betekent niet dat dit een aanwijzing is voor het bestaan van een deelneming. Ook participaties kunnen als financiële vaste activa worden opgenomen in de jaarrekening en hierbij wordt verwezen naar RJ 214.404.
- e. In tegenstelling tot hetgeen de AFM beweert zijn er in het geval van MEFI diverse elementen die samen de bij aanvang geformuleerde exit-strategie vormen. De wet en de RJ geven geen invulling aan de vorm van een concrete exit-strategie geven. Er is door MEFI wel een concrete exit-strategie geformuleerd op meerdere wijzen bij aanvang van de investering.⁴⁵ De exit-strategie volgt ondubbelzinnig uit de aard van de samenwerking met [REDACTED] en de aard van de aangeboden obligaties. De door MEFI uitgegeven obligaties hebben een vaste looptijd, worden in beginsel ineens afgelost en geven recht op bonusrente op basis van opbrengsten. Verwezen wordt naar de exit als gedefinieerd in de obligatieovereenkomst en naar de doelstelling van partijen in de Aandeelhoudersovereenkomst, te weten de ontwikkeling en verkoop van projecten. Van een lange termijn-project was en is geen sprake. Dat de door MEFI en [REDACTED] beoogde exit ook operationeel

⁴⁵ Randnummer 42 e.v. van de Zienswijze.

is voorbereid blijkt uit onder meer alle (meer dan 1.000) getekende overeenkomsten tussen dochtermaatschappijen van [REDACTED] met individuele kopers van huurkoopkavels. Via een specifieke bepaling in alle contracten die de contracten overdraagbaar maakt (securisation) is tussentijdse exit mogelijk gemaakt door onderliggende overeenkomsten van de hand te doen. Hierdoor kan alle activa van de onderliggende Braziliaanse entiteiten worden verkocht.

Verder is MC van mening dat de AFM artikel 9 van de Aandeelhoudersovereenkomst niet correct uitlegt. Het artikel beoogt een regeling te geven voor het geval partijen besluiten vroegtijdig te stoppen met de financiering van (toekomstige fasen van) het project. Uit de omstandigheid dat partijen over deze specifieke situatie geen nadere afspraken hebben gemaakt, kan niet worden afgeleid dat niet van een geformuleerde exit-strategie sprake is.

Dat de diverse leningsovereenkomsten met Braziliaanse entiteiten een einde looptijd hebben, duidt erop dat MEFI de intentie heeft om de onderdelen voor einde looptijd te verkopen. De beoogde exit blijkt ook uit de kasstroomprognoses bij aanvang van de participatie in de Braziliaanse entiteiten. Daarnaast wordt in het Memorandum gesproken over “streefjaar exit”. In het Memorandum is op pagina 5 vermeld dat MC zich richt op ondernemingen die minimaal kunnen voldoen aan een aantal criteria waaronder een “duidelijk exit plan”. Het bovenstaande toont dat MEFI de belangen in [REDACTED] en [REDACTED] slechts houdt om ze te vervreemden op een volgens de exit-strategie gedefinieerd moment.

- f. Het is MC in eerste instantie niet duidelijk wat de AFM bedoelt met: “de investering voor kapitaalverschaffing dient voor eigen rekening van MEFI”. Na toelichting van de AFM is het MC nog steeds onduidelijk wat de AFM precies bedoelt met “voor eigen rekening van MEFI”. MC kan daarom hierop niet goed inhoudelijk reageren.

In de Nadere zienswijze benadrukt MC dat de Braziliaanse ondernemingen niet worden gehouden ten behoeve van de eigen werkzaamheid van MEFI. MEFI is financieringspartner en geen projectontwikkelaar. De kapitaalverstrekking van MEFI is een tijdelijke situatie, namelijk voor de duur van de projecten. De participaties zijn specifiek in het leven geroepen ten behoeve van de ontwikkelingsactiviteiten die door [REDACTED] worden uitgevoerd en door MEFI worden gefinancierd. Zodra de ontwikkeling van het project gereed is, worden de participaties geliquideerd dan wel verkocht. Er is derhalve geen sprake van duurzame verbondenheid. De participaties zijn in het leven geroepen ten behoeve van een specifiek project en niet ten behoeve van de werkzaamheid van MC. De werkzaamheid van MC is beleggen in ondernemingen die aan projectontwikkeling doen.

- g. De AFM heeft in het Voornemen aangegeven dat sprake is van een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis (artikel 2:389 BW), omdat het belang in de Braziliaanse entiteiten groter is dan 20%. De AFM heeft hierbij verzuimd te vermelden dat het vermoeden weerlegbaar is.

Concluderend is MEFI niet operationeel betrokken bij de Braziliaanse entiteiten [REDACTED] en [REDACTED] en was er bij aanvang een duidelijke exit-strategie. Dat betekent dat MEFI haar Braziliaanse belangen in haar jaarrekeningen over 2017 en 2018 terecht heeft verwerkt als participatie.

Waardering participaties⁴⁶

De AFM beweert ten onrechte dat sprake is van een deelneming als bedoeld in artikel 2:24c BW en dat de waardering op grond van artikel 2:389 BW dient te geschieden tegen netto-vermogenswaarde. MEFI heeft haar participaties conform de geldende regels verwerkt in de 2017 en 2018 jaarrekening. Verwezen wordt naar RJ 217.308a waarin is vermeld dat indien rechtspersoon gebruikt maakt van de [AFM: consolidatie] vrijstelling genoemd in alinea 308 de meerderheidsbelangen niet als deelneming dienen te worden aangemerkt, maar worden deze als effecten gerubriceerd en daarmee zijn voor de waardering hoofdstuk 226 Effecten en hoofdstuk 290 Financiële instrumenten van toepassing. RJ 226.205 bepaalt dat niet-beursgenoteerde aandelen die behoren tot de categorie investeringen in eigen-vermogensinstrumenten tegen kostprijs of reële waarde dienen te worden gewaardeerd.

MEFI hanteert een marktwaardeberekening van de Braziliaanse kasstromen, waarbij wordt uitgegaan van een jaarlijkse positieve kasstroom van ruim €7 miljoen euro, waardoor de toekomstige kasstromen van 2016-2026 zijn begroot op €70,5 miljoen euro bij [REDACTED]. Onder verwijzing naar RJ 226.209 [AFM: effecten] en de artikelen 1 en 11 van het Besluit actuele waarde concludeert MC dat MEFI terecht de contante waarde van de geschatte toekomstige kasstromen heeft gehanteerd als benadering van de reële waarde. De reële waarde van de participatie in [REDACTED] wordt bepaald door de – in de entiteiten – in de toekomst te verwachten kasstromen uit huurkoopcontracten en de verkoop van de inkomstenportefeuille (van huurkoopcontracten) en de (ontwikkelde) grond. Voor de reële waarde zoals opgenomen in de jaarrekening geldt dat deze is gebaseerd op de kasstroomprognoses die ondersteund worden met eigendomsbewijzen en taxaties van de grond en (huurkoop-)contracten. De overweging van MEFI om de waarden in 2016 en 2017 niet te muteren, is gelegen in de omstandigheid dat eventuele waardeinstijging of –daling ten opzichte van het voorgaande jaar beperkt c.q. niet materieel is.

MC hecht er aan om in een mondelinge zienswijze de waardering toe te lichten.⁴⁷ Een onderbouwing, die ontvangen is uit Brazilië en veelal in het Portugees is opgesteld, heeft MC in de Nadere Zienswijze verstrekt. MC licht de waardering als volgt toe.

De AFM gaat voorbij aan de ontwikkeling van de kasstromen via huurkoopcontracten. Dat de AFM uitgaat van het feit dat 74% van de kavels is verkocht en daardoor nog 484 kavels te verkopen zijn, berust op een onjuist begrip van de verkoop van kavels en de daaruit voortvloeiende kasstromen.

⁴⁶ Randnummer 53 e.v. van de Zienswijze.

⁴⁷ Randnummer 73 van de Zienswijze.

De veronderstelling van de AFM dat 74% van alle kavels is verkocht en daardoor niet langer onderdeel zouden uitmaken van de toekomstige kasstromen, wat een negatief effect op de waarde van [REDACTED] zou hebben is onjuist.⁴⁸ Het percentage van 74% is niet het percentage van alle kavels, maar slechts een percentage van het gedeelte van de door middel van huurkoop verkochte kavels dat als huurkoop is aangeboden. Er is meer grond en waarde aanwezig dan de AFM veronderstelt en uit de notes 1.a, b en c van de jaarrekening van [REDACTED] wordt duidelijk dat de betreffende verkopen in dochtermaatschappijen van [REDACTED] worden genoemd en bijvoorbeeld niet de bouwgrond van [REDACTED] zelf. Verder biedt de verkoop door middel van huurkoop juist jarenlang na 2017 uitzicht op toekomstige inkomsten. Dat de totale opbrengsten nog lang niet zijn ontvangen blijkt uit de kasstroomoverzichten.⁴⁹ Ten aanzien van huurkoop is van belang dat pas na de laatste betaling door huurkopers het eigendom van de grond overgaat aan de huurkoper. In geval van wanbetaling door de huurkoper is er, naast uitzicht op aanzienlijke kasstromen, ook de mogelijkheid om deze kavels opnieuw aan te bieden. MC acht het onzorgvuldig van de AFM deze informatie niet te hebben meegenomen in haar voorlopig oordeel. Ter onderbouwing dat de hiervoor bedoelde kavels nog in eigendom zijn van [REDACTED] zijn in de Nadere zienswijze bijlagen 5 tot en met 10 verstrekt. Het betreft kadastrale stukken gedateerd 6 augustus 2020 en een beëdigde vertaling. Recente kadastrale stukken van de overige kavels zijn beschikbaar en kan, indien de AFM dat op prijs stelt, nog worden nagestuurd.

Verder wordt opgemerkt dat de door MEFI gehanteerde gemiddelde wisselkoers historisch gezien eerder aan de lage dan “niet-realistische” kant zat, dat MEFI het gemiddelde over de maandelijkse 12-maandsinflatiecijfers over 2016 als uitgangspunt heeft genomen en deze hoger is dan de inflatie per 31 december 2016 en dat MEFI niet kan volgen dat het aandelenbelang nihil dient te zijn en anderzijds de AFM stelt dat deze €20 miljoen zou betreffen. In de Nadere zienswijze verstrekt MC (aanvullende) onderbouwing van de door MEFI gehanteerde discountvoet, de kasstromen, de recente taxaties en de exit-strategie om de onjuiste aannames en de daaruit voortvloeiende misverstanden zoveel mogelijk weg te nemen:

- De door MEFI bepaalde discountvoet van 9% wordt onderbouwd met een peer review op basis van data van Capital IQ uit 2017 over 2017. Verwezen wordt naar bijlage 14 van de Nadere zienswijze. Deze toont een WACC-discountvoet van tussen 7,4% voor 2 jaar en 9,8% voor 5 jaar. De gehanteerde 9% WACC voor 10 jaar was derhalve reëel. Zelfs in de huidige marktsituatie is recent door een onderneming op de kasstromen op de huurkoopovereenkomsten van onder meer [REDACTED] geboden, waarbij een discountvoet van 10% is gehanteerd. Dit bevestigt dat de WACC-discountvoet niet te laag is geweest en de aanwezigheid van kasstromen in [REDACTED]. Indien de AFM dat op prijs stelt kunnen de recente gegevens nader worden onderbouwd.
- In reactie op de stelling van de AFM dat de operationele kasstromen te positief zijn weergegeven en ter bevestiging dat wel degelijk aanzienlijke kasstromen vanuit huurkoopovereenkomsten worden

⁴⁸ Randnummer 9-20 van de Nadere zienswijze.

⁴⁹ Bijlage 3 bij de Nadere zienswijze.

gegeneerd is een “Kasstroomoverzicht 2017 Braziliaanse entiteiten”⁵⁰ verstrekt. Van de R\$4,2 miljoen aan kasstromen uit huurkoopovereenkomsten van [REDACTED] in 2017 is R\$3 miljoen uitgeleend aan [REDACTED] die vervolgens R\$2,7 miljoen uitleent aan [REDACTED] om te investeren in toekomstige fasen. Dit bevestigt en is in lijn met de door de heer [REDACTED] genoemde positieve kasstromen.

- Ter bevestiging dat een beperkt deel – namelijk de onverkochte huurkoopkavels – van de totale projectontwikkeling een aanzienlijke grondwaarde vertegenwoordigt zijn taxatierapporten, gedateerd 10 augustus 2020,⁵¹ verstrekt. Alleen al de grond van de verkochte kavels van genoemde projecten – kasstromen en resterende grondposities buiten beschouwing latend - vertegenwoordigt een waarde van €24.381.911. De waarde van deze grond ligt derhalve hoger dan de door de AFM genoemde €20 miljoen.
- Als toevoeging op de eerdere toelichting op de exit-strategie wordt gewezen op artikel 20 van de Aandeelhoudersovereenkomst. Dat artikel 20 bevestigt dat het project eindig is.
- Ten aanzien van het aandelenbelang merkt MC op dat de vermenigvuldiging van de AFM om te komen tot een totale waarde van €20 miljoen geen stand kan houden. De verkrijgingsprijs van de aandelen betreft een afspraak uit 2012 en dat is eerder aan de AFM toegelicht. Verder gaat de AFM er aan voorbij dat het door MEFI gehouden belang in [REDACTED] (en [REDACTED] belangrijke preferenties bevat, waaronder die dat MEFI met voorrang ten opzichte van medeaandeelhouder [REDACTED] al het geïnvesteerde kapitaal vermeerderd met 10% per jaar terugontvangt. Door deze preferentie is het 50%-belang van MEFI in [REDACTED] meer waard per aandeel dan de daarna van [REDACTED] aangekochte aandelen voor €5 miljoen.

Reactie van de AFM

De AFM merkt op dat de Zienswijzen van MC voornamelijk ingaan op het juridisch verslaggevingskader omtrent een classificatie als participatie, daarbij gaat om het wel of niet voldoen aan de eisen om te kwalificeren als een participatiemaatschappij. MC is van mening dat sprake is van een participatie en gaat slechts ten dele in op de argumenten van de AFM met betrekking tot de classificatie als deelneming. Gegeven de omvang van het kapitaalbelang is er een wettelijk vermoeden van een deelneming en dient MC aan te tonen dat géén sprake is van een deelneming. Op basis van het gepresenteerde feitenmateriaal is MC er niet in geslaagd om dit wettelijk vermoeden te weerleggen. Sterker nog, de door MC aangeleverde bewijsstukken wijzen uit dat juist wel sprake is van een deelneming. Vervolgens is er op basis van de stemrechten een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis en worden er argumenten en feiten gepresenteerd die de invloed van betekenis juist bevestigen. MC heeft derhalve onvoldoende tegenbewijs geleverd om aan te tonen dat de AFM uitgaat van een onjuist standpunt. Dit heeft tot gevolg dat de AFM ook na de beoordeling van de Zienswijzen van MC constateert dat de kapitaalbelangen van MEFI in de Braziliaanse entiteiten dienen te worden geclassificeerd als een deelneming met invloed van betekenis.

⁵⁰ Bijlage 15 bij de Nadere zienswijze.

⁵¹ Bijlagen 16 tot en met 20 bij de Nadere zienswijze.

Deze deelneming moet tegen de netto-vermogenswaarde worden gewaardeerd. De AFM concludeert dat MC onvoldoende heeft aangetoond dat de jaarrekening van MEFI over 2017 (en 2018) voldoet aan de normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd. Dit wordt hierna toegelicht. De AFM zal daarbij ingaan op de relevante elementen uit de Zienswijzen van MC.

Deelneming

De AFM stelt in het Voornemen vast dat sprake is van een wettelijk vermoeden van een deelneming op basis van artikel 2:24c BW. Het bestaan van invloed van betekenis kan op basis van RJ 214.302 worden aangetoond. Dit doordat dit artikel concrete criteria en omstandigheden aangeeft wanneer er invloed van betekenis bestaat. Artikel 2:24c BW bepaalt dat sprake is van een deelneming wanneer sprake is van (i) kapitaalverschaffing voor eigen rekening, (ii) duurzame verbondenheid, en (iii) ten dienste van de eigen werkzaamheid. Indien een vijfde of meer van het geplaatst kapitaal wordt verschaft, is sprake van een wettelijk vermoeden van een deelneming. Zoals in paragraaf 3.2. van de Last vermeld is op grond van artikel 2:24c BW sprake van een wettelijk vermoeden van een deelneming, omdat het aandelenbelang van MEFI in de Braziliaanse entiteiten groter dan 20% is, te weten 50% in 2017. De AFM onderkent dat dit wettelijk vermoeden, zoals door MC gesteld⁵², een weerlegbaar vermoeden is. Echter, MC heeft de omvang van het aandelenbelang en dit wettelijk vermoeden in haar Zienswijzen niet weerlegd. Noch heeft MC onderbouwende bewijsstukken verstrekt waaruit blijkt dat MEFI voldoet aan de vereisten van participatiemaatschappij. De AFM licht nader toe dat naast het feit dat vanwege de omvang van het aandelenbelang sprake is van een wettelijk vermoeden van een deelneming ook op basis van de elementen van artikel 2:24c BW sprake is van deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten door MEFI. De AFM gaat hierbij ook in op de Zienswijzen van MC:

- MEFI heeft kapitaal verschaft aan [REDACTED] middels de aankoop van het (indirecte) aandelenbelang in [REDACTED] en het verstrekken van leningen;
- MEFI houdt 50% (ten tijde van de jaarrekening over 2017, inmiddels 75%) van de aandelen in [REDACTED]. Daarmee is sprake van kapitaalverschaffing van meer dan 20%. Ten aanzien van het in het Voornemen gestelde met betrekking tot de investering voor kapitaalverschaffing voor eigen rekening van MEFI (pagina 8 (paragraaf 3.2.1.)) heeft de AFM in haar e-mailbericht van 10 september 2020 opgemerkt dat abusievelijk een deel van deze zin is weggefallen. De zin moet zijn: *“Voorts is de kapitaalverschaffing in de Braziliaanse entiteiten voor eigen rekening van MEFI en ten dienste van de eigen werkzaamheid.”* In de betreffende alinea in het Voornemen is vermeld dat deze zin in de context van artikel 2:24c BW dient te worden gelezen.
- Dat sprake is van een deelneming ten dienste van je eigen werkzaamheid van MEFI blijkt onder meer uit de doelomschrijving van MEFI: *“De vennootschap heeft tot doel het deelnemen in, financieren van en*

⁵² Onderdeel g van de Zienswijze.

besturen van ondernemingen". Deze doelomschrijving is vermeld in de jaarrekening van MEFI over 2018, zoals MC in haar Zienswijze⁵³ opmerkt, en ook in de jaarrekening van MEFI over 2017. De AFM heeft in paragraaf 2 en 4.5 van het rapport de doelomschrijving zoals vermeld in jaarrekening van MEFI volledig geciteerd. Van een selectief citaat, zoals MC beweert, is geen sprake. Overigens heeft MC de inrichtingsjaarrekening van MEFI over 2018 niet ter onderbouwing aan de AFM verstrekt. MC heeft in haar Zienswijzen vermeld dat de bedrijfsactiviteiten in haar statuten⁵⁴ en jaarrekening breed zijn geformuleerd en dat dat niet wil zeggen dat daar ook daadwerkelijk op enige schaal invulling aan wordt gegeven. Dit doet niet af aan het standpunt van de AFM dat (onder meer) op basis van de doelomschrijving in de jaarrekening een wettelijk vermoeden van een deelneming bestaat. MC heeft onvoldoende tegenbewijs gegeven om dit vermoeden te weerleggen. RJ 214.302 geeft aan dat de rechtspersoon duidelijk moet aantonen dat invloed van betekenis niet aanwezig is. De AFM heeft, zo volgt uit paragraaf 4.1 van het rapport, vastgesteld dat in het Memorandum de werkzaamheden van MEFI concreter zijn weergegeven:

"De genoemde vastgoedinvesteringen zijn middels deelnemingen in bedrijven ondergebracht in Momentum Estate Fund I BV, welke onderneming zich volledig richt op het actief managen van de betreffende Braziliaanse vastgoedondernemingen en het realiseren van een optimaal rendement op haar investeringen". (Onderstreping door AFM)

In het Memorandum wordt aldus onderschreven dat de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten ten dienste van de eigen werkzaamheid van MEFI staan. Overigens merkt de AFM op dat voor de jaarrekening van MEFI de eigen werkzaamheid van MEFI relevant is en niet die van MC, zoals MC ten onrechte in randnummer 8 van haar Nadere zienswijze vermeldt.

- Er is sprake van een duurzame verbondenheid van MEFI bij de Braziliaanse deelnemingen. MEFI heeft het kapitaalbelang verworven om duurzaam de eigen werkzaamheid te dienen. Dit blijkt onder meer uit het feit dat (i.) de Braziliaanse deelnemingen in overeenstemming zijn met de doelstelling en (ii.) MEFI geen concrete exit-strategie heeft (de AFM gaat op pagina 13 en 14 hier nader op in). Verder blijkt dit uit een door [REDACTED] opgesteld kasstroomoverzicht inzake de financiële verdeling tussen [REDACTED] en MEFI (na retourbetaling van de oorspronkelijke investeringen aan MEFI).⁵⁵ Dat de looptijd van de +Bond Brazil beperkt is, doet hieraan niets af, omdat de aanbidding van +Bond Brazil een middel is om gelden aan te trekken ter financiering van de investeringen in Brazilië. Het kasstroomoverzicht toont dat MEFI en de Braziliaanse entiteiten een samenwerking voor lange termijn aangaan.

⁵³ Onderdeel b van de Zienswijze.

⁵⁴ MC heeft de statuten van MEFI niet aan de AFM verstrekt. De AFM heeft de statuten van MEFI ook niet kunnen inzien, omdat de statuten niet zijn gedeponerd bij de KvK.

⁵⁵ Verwezen wordt naar paragraaf 4.9.1 van het rapport.

Op basis van het voorgaande wordt het belang van MEFI in de Braziliaanse entiteiten aangemerkt als deelneming. Overigens merkt de AFM op dat MEFI in haar Memorandum de investering in de Braziliaanse entiteiten ook als "deelneming" aanmerkt.⁵⁶ Het woord "deelneming" of "deelnemingen" is 39 keer vermeld in het Memorandum. Het woord 'participatie' komt geheel niet voor in het Memorandum. Hiermee presenteert MC richting derden, zoals (potentiële) investeerders, de investering in Braziliaanse entiteiten als deelneming.

Waardering van de deelneming

De AFM stelt in het Voornemen dat de deelnemingen moeten worden gewaardeerd op netto-vermogenswaarde. De waardering van een deelneming is afhankelijk van de mate van zeggenschap. Artikel 2:389 BW en RJ 214.323 bepalen dat deelnemingen waarin de deelnemende rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid tegen netto-vermogenswaarde dienen te worden gewaardeerd.

In RJ 214.302 is het wettelijk vermoeden van invloed van betekenis uitgewerkt door het geven van concrete omstandigheden die het bestaan aantonen. Het vermoeden van invloed van betekenis is aanwezig indien de deelnemende rechtspersoon naar eigen inzicht kan beschikken over ten minste 20% van de aan de aandelen verbonden stemrechten, tenzij de rechtspersoon duidelijk kan aantonen dat die niet het geval is. In de paragraaf hiervoor is aangegeven dat MEFI het kapitaalbelang in de Braziliaanse entiteiten moet classificeren als deelneming onder andere doordat het beschikt over 50% (in 2017) van de aan de aandelen verbonden stemrechten. Daarom dient de waardering op basis van de netto-vermogenswaarde gehanteerd te worden voor de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten. Dat volgens MC geen sprake is van een meerderheidsbelang, omdat MEFI slechts een 50%-belang beschikte, is niet van belang.⁵⁷ Overigens heeft MC in haar reactie op het informatieverzoek van 18 juli 2019 zelf ook aangegeven dat geconcludeerd kan worden dat er sprake is van invloed van betekenis van MEFI op [REDACTED].⁵⁸

Naast het feit dat reeds sprake is van een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis, omdat MEFI naar eigen inzicht kan beschikken over 50% van de aan de aandelen verbonden stemrechten, kan het bestaan van invloed van betekenis in het concrete geval van MEFI ook worden aangetoond doordat één of meer van de onderstaande omstandigheden van toepassing is. Conform RJ 214.303 dient hierbij voor de vaststelling of sprake is van een deelneming waarin de rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid, het geheel van de feitelijke omstandigheden en contractuele relaties in aanmerking te worden genomen. Dit komt overeen met hetgeen MC terecht in haar Zienswijze heeft aangegeven. In RJ 214.302 is het wettelijk vermoeden van invloed van betekenis uitgewerkt en zijn criteria gegeven waaraan het bestaan van invloed van betekenis kan worden aangetoond. In RJ 214.302 is aangegeven dat één of

⁵⁶ Verwezen wordt naar paragraaf 4.1 van het rapport.

⁵⁷ Onderdeel c van de Zienswijze.

⁵⁸ Verwezen wordt naar paragraaf 4.9.7 van het rapport.

meer van de volgende omstandigheden het bestaan van invloed van betekenis aantoont: (i.) bestuursvertegenwoordiging, (ii.) beleidsbetrokkenheid, (iii.) onderlinge materiele transacties, (iv.) onderlinge personele uitwisselingen, en (v.) voorzien van technische informatie. Wanneer de feitelijke omstandigheden en contractuele relaties met deze RJ-toetsstenen geconfronteerd worden geeft dit het volgende beeld:

- Vertegenwoordiging door MEFI in het bestuur van de Braziliaanse-deelneming. Volgens het Memorandum⁵⁹ van mei 2014, waarin derden, waaronder (potentiële) investeerders, worden geïnformeerd over de aanbidding van +Bond Brazil, is vermeld dat het dagelijks bestuur van [REDACTED] bestaat uit de heer [REDACTED]. Dat in artikel 3 van de Aandeelhoudersovereenkomst van november 2013 is vermeld dat [REDACTED] zal worden gemanaged door [REDACTED] executives kan door de AFM moeilijk op waarde worden geschat, nu het Memorandum - dat dateert van mei 2014 en dus van na de Aandeelhoudersovereenkomst vermeldt dat de heer [REDACTED] in het dagelijks bestuur van [REDACTED] zit. Gelet op deze passage in het Memorandum vindt de AFM de Zienswijze van MC hierop opvallend. De AFM vindt het daarnaast tegenstrijdig dat MC enerzijds aangeeft dat het nooit de intentie van MEFI is en was geweest om de heer [REDACTED] als bestuurder bij een operationele [REDACTED] entiteit te benoemen en anderzijds dat MC dit wel als dusdanig in het Memorandum heeft opgenomen.⁶⁰ MC heeft ter onderbouwing diverse documenten verstrekt.⁶¹ De AFM stelt echter vast dat de verstrekte uittreksels uit de Braziliaanse KvK ("*Certidao Simplificada*" van "*Junta Comercial do Estado do Ceara*") dateren van 28 juli 2020 en derhalve de situatie per 28 juli 2020 weergeven. De AFM kan op basis van deze documenten niet oordelen wat de situatie gedurende 2017 en 2018 was, terwijl de jaarrekening van MEFI over 2017 en 2018 juist op die jaren zien.

Verder heeft MC ter onderbouwing een overzicht van bestuurderswisselingen van verschillende [REDACTED] entiteiten verstrekt. MC heeft hierbij nagelaten de status en herkomst van het document toe te lichten. De AFM kan niet verifiëren hoe het overzicht tot stand is gekomen. Het document bevat het logo van [REDACTED] maar heeft geen titel, geen datum en is niet ondertekend. De bestuurderswisselingen zijn niet onderbouwd aan de hand van historische gegevens uit de Braziliaanse KvK. Dat de heer [REDACTED] niet betrokken is geweest bij operationele beslissingen binnen [REDACTED] niet als aandeelhouder en niet als bestuurder, is niet onderbouwd. MC hangt de vertegenwoordiging van MEFI in het bestuur van de Braziliaanse deelneming op aan een eventuele bestuurdersrol van de heer [REDACTED]. Daarbij merkt de AFM op dat het gaat om

⁵⁹ Pagina 26 van het Memorandum.

⁶⁰ Onderdeel a van de Zienswijze.

⁶¹ Bijlage 3 bij de Zienswijze.

vertegenwoordiging vanuit MEFI, en niet alleen door de heer [REDACTED] in het bestuur van de Braziliaanse entiteiten.

- Betrokkenheid van MEFI bij de bepaling van het beleid van de Braziliaanse deelnemingen; In het Memorandum⁶² is vermeld dat MEFI “*zich volledig richt op het actief managen van de betreffende Braziliaanse vastgoedondernemingen en het realiseren van een optimaal rendement op haar investeringen*”. MC verwijst in haar Zienswijze naar diverse documenten, zoals de Aandeelhoudersovereenkomst, de MoU en de Managementovereenkomst, om aan te geven dat niet MEFI maar [REDACTED] het beleid bepaalt en dat MEFI bij [REDACTED] en [REDACTED] niet operationeel betrokken is, maar de rol van financiële partner vervult⁶³. Echter, deze documenten dateren van 2013 en dus vóór het Memorandum van mei 2014, waarin (potentiële) investeerders in MEFI zijn geïnformeerd dat MEFI de Braziliaanse entiteiten actief bestuurt en Braziliaanse entiteiten als deelnemingen worden gepresenteerd.
- Materiële transacties tussen MEFI en de Braziliaanse deelnemingen. MEFI heeft gelden verstrekt aan de Braziliaanse entiteiten middels de aankoop van het aandelenbelang en ook door het verstrekken van diverse leningen en rentevorderingen op deze leningen.

Op basis van het voorgaande stelt de AFM dat met 50% van de stemrechten sprake is van een wettelijk vermoeden van invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid. MEFI heeft onvoldoende informatie verstrekt die dit vermoeden weerlegt. In tegendeel de overige feiten en omstandigheden wijzen er juist op dat sprake is van invloed van betekenis. Doordat MEFI invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid van de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten dient op grond van artikel 2:389 BW en RJ 214.323 de deelnemingen tegen netto-vermogenswaarde te worden gewaardeerd.

Geen participatie

De AFM stelt in het Voornemen dat de Braziliaanse-entiteiten deelnemingen zijn en volgens de netto-vermogenswaarde moeten worden gewaardeerd. MC heeft in eerste plaats onvoldoende aangetoond dat er geen sprake is van deelneming. Secundair volgt de AFM de Zienswijzen van MC dat sprake is van een participatie niet. MC stelt in haar Zienswijze dat voor de vraag of er sprake is van een participatie relevant is: i) of sprake is van operationele betrokkenheid van de vennootschap bij de onderneming waarin de vennootschap een belang aankoopt, en ii) of sprake is van een geformuleerde concrete exit-strategie vanaf het moment van aankoop van het belang. MC concludeert in haar Zienswijze dat MEFI niet operationeel betrokken is bij de Braziliaanse entiteiten [REDACTED] en [REDACTED] dat er bij aanvang een duidelijke concrete exit-strategie was en MEFI de Braziliaanse belangen in haar jaarrekeningen over 2017 en 2018 terecht heeft verwerkt als participatie.

⁶² Pagina 8 van het Memorandum.

⁶³ Onderdeel a van de Zienswijze.

MC is van mening dat de AFM zich beperkt tot de definitie van participatie in RJ 940 “begrippen” en tot de definitie van deelneming in artikel 2:24c BW en haalt RJ 214, RJ 217 “Consolidatie” en artikel 2:407 BW aan⁶⁴.

De AFM concludeert dat AFM en MC desondanks aan de hand van dezelfde elementen het begrip “participatie” beoordelen. De AFM haalt in haar Voornemen RJ 940 aan, omdat deze een participatiemaatschappij definieert:

“een rechtspersoon of vennootschap waarvan de werkzaamheid is beperkt of uitsluitend of nagenoeg uitsluitend het deelnemen in andere rechtspersonen of vennootschappen zonder zich in te laten met de bedrijfsvoering daarvan, tenzij door het uitoefenen van aandeelhoudersrechten”.

Gegeven de omvang van het kapitaalbelang is er een wettelijk vermoeden van een deelneming en dient MC duidelijk aan te tonen dat geen sprake is van een deelneming. De AFM stelt vast dat MC onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd het wettelijk vermoeden van een deelneming heeft weerlegd en duidelijk heeft aangetoond dat MEFI voldoet aan de criteria van de participatiemaatschappij. In de aangeleverde documentatie is niet aangetoond dat wordt voldaan aan de vooraf gestelde eisen om gebruik te kunnen maken van de participatie:

- a) Enerzijds omdat MC onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd heeft aangetoond dat geen sprake is van operationele betrokkenheid van MEFI bij de Braziliaanse entiteiten. In het geval van MEFI is om meerdere redenen sprake van operationele betrokkenheid bij de Braziliaanse dochters. Dit blijkt onder meer uit de eerder vermeldde doelomschrijving van MEFI en de in het Memorandum beschreven werkzaamheden van MEFI. Ook pagina 6 van het MoU toont dat sprake is van operationele betrokkenheid.⁶⁵

De AFM verwijst hierbij tevens naar hetgeen zij eerder op pagina 11-12 van deze bijlage bij “Vertegenwoordiging door MEFI in het bestuur van de Braziliaanse-deelneming” heeft vermeld. Ook hetgeen MC tijdens het gesprek met de AFM op 18 juli 2019 heeft verteld onderbouwt dat sprake is van operationele betrokkenheid.⁶⁶

⁶⁴ Onderdeel c van de Zienswijze.

⁶⁵ Verwezen wordt naar paragraaf 4.9.8 van het rapport.

⁶⁶ Verwezen wordt naar paragraaf 4.10 van het rapport.

- b) Anderzijds omdat MC onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd de niet duurzame verbondenheid heeft aangetoond. MC gaat in op het te voldoen aan de eis van een op moment van aankoop concreet geformuleerde exit-strategie. Volgens MC vormen diverse elementen samen de bij aanvang geformuleerde exit-strategie en kan uit de omstandigheid dat partijen over deze specifieke situatie geen nadere afspraken hebben gemaakt, niet worden afgeleid dat niet van een geformuleerde exit-strategie sprake is⁶⁷.

De eis van een concreet geformuleerde exit-strategie is een door de RJ aangegeven nadere uitwerking van 2:407 BW waarin is aangegeven dat een [AFM: consolidatie] vrijstelling voor een participatie alleen van toepassing is wanneer een belang slechts wordt gehouden met het doel om het te vervreemden [AFM: en daardoor buiten de consolidatie kan blijven]. Volgens de Van Dale wordt onder een “concrete exit-strategie” verstaan een werkelijk bestaand plan van handelen bij uittreden. De genoemde eis is van materieel belang voor onder meer de waardering van het kapitaalbelang en de gevolgen daarvan voor zowel de balans als het resultaat. MC heeft onvoldoende aangetoond dat op moment van aankoop van het aandelenbelang in de Braziliaanse entiteiten MEFI een concreet geformuleerde exit-strategie had. Daarom wordt niet voldaan aan de eis van artikel 2:407 BW.

MC verwijst naar diverse elementen die samen de exit-strategie zouden vormen. Echter een concreet plan waarin bij aanvang is beschreven wanneer en hoe de uittreding van MEFI bij de Braziliaanse entiteiten zal plaatsvinden, is niet verstrekt. Een tussentijdse exit, die volgens MC aanwezig is, kan slechts een onderdeel zijn van een concrete exit-strategie.

Dat er geen concrete exit-strategie op moment van aankoop is blijkt ook uit artikel 9 van de Aandeelhoudersovereenkomst met het onderwerp “Exit strategy”.⁶⁸ MC betoogt in haar Zienswijze dat deze bepaling ziet op tussentijdse beëindiging en wijst in de Nadere zienswijze op artikel 20 van de Aandeelhoudersovereenkomst als toevoeging op de eerdere toelichting op de exit-strategie. Volgens MC bevestigt artikel 20 dat het project eindig is. De AFM merkt op dat zij reeds bekend was met het betreffende artikel en dat het artikel de titel “duration” heeft en in tegenstelling tot artikel 9 van de Aandeelhoudersovereenkomst niet concreet over een exit-strategie gaat en bevestigt juist de duurzame verbondenheid.⁶⁹

⁶⁷ Onderdeel e van de Zienswijze.

⁶⁸ In artikel 9 van de Aandeelhoudersovereenkomst zijn partijen overeengekomen dat “If for any reasons the parties agreed to stop funding the future phases of the project an addendum to this agreement will be signed.”

⁶⁹ In artikel 20 van de Aandeelhoudersovereenkomst zijn partijen het volgende overeengekomen: “This agreement shall continue to be in force and effect until Momentum or [REDACTED] shall have transferred all of its Shares or mutually agreed to the liquidation after the development of the project and shall remain in force and effect thereafter in respect of any matters, covenant or condition which shall not have been done, observed or performed prior thereto.”

Dat de diverse leningsovereenkomsten met Braziliaanse entiteiten en einde looptijd erop duiden dat MEFI de intentie heeft om de onderdelen voor einde looptijd te verkopen is geen overtuigend argument. De AFM heeft namelijk vastgesteld dat leningen met een bepaalde looptijd worden doorgerold en er eveneens een contractueel recht aan MEFI is gegeven om (delen van) de leningen te converteren naar aandelen in de betreffende vennootschappen.⁷⁰

De exit met betrekking tot de terugbetaling van de houders van de +Bond Brazil, waarnaar MC verwijst, of dat de onderneming waarin men investeert een exit-strategie heeft, is hierbij niet relevant. Het gaat om de exit-strategie van MEFI ten opzichte van de deelnemingen in de Braziliaanse entiteiten. De uitgifte van de +Bond Brazil (met looptijd tussen 4 en 7 jaren) is, zoals eerder in dit besluit vermeld, slechts een onderdeel van de langere samenwerking tussen MEFI en de Braziliaanse entiteiten (zie onder meer de kasstroomprognose 2015-2030). Uit de kasstroomprognose blijkt volgens MC tevens de beoogde exit. MC heeft niet de betreffende kasstroomprognose bijgevoegd of verwezen naar eerder verstrekte stukken. Of hiermee de kasstroomprognose⁷¹ wordt bedoeld die eerder aan de AFM is verstrekt is niet duidelijk. De in bijlage 3 van de Nadere zienswijze opgenomen kasstroomprognose laat alleen de verwachte in- en uitgaande geldstromen zien, maar niet de wijze waarop deze geldstromen resulteren in concrete exit-scenario's.

Waardering uitgaande van de participatie

De AFM stelt in het Voornemen dat er geen sprake is van een participatie. MC is van mening dat er sprake is van een participatie. Onder verwijzing naar RJ 217.308a, RJ 226.205, RJ 226.209 en de artikelen 1 en 11 van het Besluit actuele waarde concludeert zij vervolgens dat MEFI terecht de contante waarde van de geschatte toekomstige kasstromen heeft gehanteerd als benadering van de reële waarde. De AFM merkt op dat hoewel volgens MC de reële waarde van de participatie in [REDACTED] wordt bepaald door de – in de entiteiten – in de toekomst te verwachten kasstromen uit huurkoopcontracten en de verkoop van de inkomstenportefeuille (van huurkoopcontracten) en de (ontwikkelde) grond, MC niet vermeldt welke entiteiten het betreft. De reële waarde zoals opgenomen in de jaarrekening is, aldus MC, gebaseerd op de kasstroomprognoses die ondersteund worden met eigendomsbewijzen en taxaties van de grond en (huurkoop-)contracten.

In haar Zienswijzen stelt MC dat de AFM voorbij gaat aan de ontwikkeling van de kasstromen via huurkoopcontracten en niet te begrijpen hoe de AFM uitgaat van het feit dat 74% van de kavels is verkocht. Verder merkt MC op dat de door MEFI gehanteerde gemiddelde wisselkoers historisch gezien eerder aan de lage kant zat, dat MEFI het gemiddelde over de maandelijks 12-maandsinflatiecijfers over 2016 als uitgangspunt heeft genomen en deze hoger is dan de inflatie per 31 december 2016 en dat MEFI niet kan

⁷⁰ Paragraaf 4.9.3 van het rapport.

⁷¹ Zie voetnoot 64.

Datum 7 december 2020
Ons kenmerk [REDACTED]
Pagina 58 van 72

volgen dat het aandelenbelang nihil dient te zijn en anderzijds de AFM stelt dat deze €20 miljoen zou betreffen.

De AFM merkt op dat, in het geval geconstateerd zou worden dat terecht sprake is van een participatie, toepassing van RJ 226 juist is. De AFM heeft, secundair, echter bezwaren tegen de wijze waarop de reële waarde is bepaald en stelt de AFM vast dat MC onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd de juistheid van deze waardering heeft aangetoond. De AFM licht dit hieronder nader toe.

Per ultimo 2017 verkochte kavels

Met betrekking tot de door MC geschetste onduidelijkheden over de gebruikte cijfers heeft de AFM in haar e-mailbericht van 10 september 2020 MC medegedeeld dat het Voornemen in combinatie met het rapport een toelichting bevat op het gestelde dat *“74% van de kavels zijn verkocht”*.

In haar Nadere zienswijze stelt MC dat 74% niet het percentage van alle kavels, maar slechts een percentage van het gedeelte van de door middel van huurkoop verkochte kavels dat als huurkoop is aangeboden. MC merkt op dat er meer grond en waarde aanwezig is dan de AFM veronderstelt. De AFM stelt vast dat de (aanvullende) documenten van MC, waarnaar MC verwijst en die reeds eerder in het onderzoek aan de AFM zijn verstrekt, bevestigen dat 74% van de kavels is verkocht.⁷² In de volgende alinea's gaat de AFM nader in op de stelling van MC dat meer grond en waarde aanwezig is.

Per ultimo 2017 resterende grondvoorraden

De AFM heeft de per ultimo 2017 resterende grondvoorraden niet kunnen vaststellen. MC merkt op dat uit de notes 1.a, b en c van de jaarrekening van [REDACTED] over 2017 duidelijk wordt dat de betreffende verkopen in dochtermaatschappijen van [REDACTED] worden genoemd en bijvoorbeeld niet de bouwgrond van [REDACTED] zelf. MC stelt dat alleen al de grond van de verkochte kavels van genoemde projecten - kastromen en resterende grondposities buiten beschouwing latend - een waarde van €24.381.911 vertegenwoordigt. De waarde van deze grond ligt derhalve hoger dan de door de AFM genoemde €20 miljoen, aldus MC. De AFM stelt vast dat MC in haar Zienswijzen nalaat te verwijzen naar delen van de door [REDACTED] gecontroleerde jaarrekening van [REDACTED] over 2017 ter onderbouwing van de gronden van [REDACTED]. De AFM heeft zelfstandig aansluiting moeten maken – omdat toelichting met betrekking tot de aansluiting van de

⁷² Tabel 10 (het conservatieve scenario) van bijlage 1 "Basic Strategy document Brasil Master Plan including Box 116", gedateerd november 2017, bij de Nadere zienswijze toont 427.487 m² netto uit te geven gronden (bruto plangebied 783.836 m²), verdeeld over 1.877 lots. Uit de geconsolideerde jaarrekening 2017 van [REDACTED] (bijlage 2 bij de Nadere zienswijze) blijkt dat voor een totaal van 1.877 lots er 1.393 lots (ofwel 74%) verkocht zijn (dus nog 484 lots te verkopen). Er is slechts sprake van een klein verschil met bijlage 1: de jaarrekening van [REDACTED] over 2017 vermeldt 1.393 verkochte lots en bijlage 1 vermeldt 1.374 lots. Een mogelijke verklaring voor dit verschil: Bijlage 1 dateert van november 2017, terwijl de jaarrekening de situatie per 31 december 2017 weergeeft.

documenten ontbreekt in de Zienswijzen van MC - tussen de informatie uit de inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] over 2017, en de overige (aanvullende) documenten van MC. De AFM constateert op grond van de genoemde documenten het volgende:

- De inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] over 2017 vermeldt bij note 6 "Inventories" dat er 'financial statement line items' "lots for sale" en "plots of land" van respectievelijk R\$3.945.000 en R\$11.214.000 zijn opgenomen. De financiële omvang hiervan is, uitgaande van de wisselkoersen, derhalve beperkt.⁷³
- De AFM heeft getracht zowel de waarde in R\$ als het aantal m2 van de gronden, zoals genoemd in (...), aan te sluiten op bijlage 16 tot en met 19 en bijlage 5 van de Nadere zienswijze. Het aantal m2 grond vermeld in tabel 10 van de bijlage 1 van de Nadere Zienswijze bedraagt totaal 2.968.153 m2 zijnde:

Total m2 of land	Development: 783.836m2	sale of land:1.197.298m2	sum:1.981.134m2
Total m2 available for sale	Development: 427.487m2	sale of land: 559.532m2	sum: 987.019m2

Bijlage 5 van de Nadere Zienswijze vermeldt dat het aantal m2 grond van de 55 vermelde "properties" een totaal van 2.885.762 m2 grond vertegenwoordigen. De AFM stelt vast dat het aantal m2 in beide documenten grotendeels overeenkomt. De AFM kan echter niet de waarde van deze gronden verifiëren. MC heeft taxatierapporten, gedateerd 10 augustus 2020,⁷⁴ verstrekt ter bevestiging dat een beperkt deel – namelijk volgens MC de onverkochte huurkoopkavels – van de totale projectontwikkeling een aanzienlijke grondwaarde vertegenwoordigt. De AFM stelt vast dat de huidige waarde van de betreffende kavels niet relevant is de voor de waardering vermeld in de jaarrekening over 2017. Ook is het eigendom van de kavels niet altijd duidelijk, omdat de taxatierapporten nieuwe en/of gewijzigde Braziliaanse rechtspersonen vermelden. Daarnaast heeft de AFM niet kunnen vaststellen of de betreffende taxateur een onafhankelijk en beëdigd taxateur is en of de waarde in de taxatierapporten een correct en onafhankelijk beeld geeft van de reële marktwaarde. De AFM heeft hierbij haar twijfels vanwege de passage in de verstrekte taxatierapporten bij "3.3 – Total value of the properties"⁷⁵, welke vermeldt dat voor de verkoopwaarde is aangesloten bij de gebruikte waarde van de onderneming ("the table of the entrepreneurial company").

⁷³ Gebaseerd op de wisselkoers van 31 december 2017: 3,9729, welke MC in haar Nadere zienswijze ook heeft gebruikt (randnummer 36), bedraagt de financiële omvang €3,8 miljoen.

⁷⁴ Bijlagen 16 tot en met 20 bij de Nadere zienswijze.

⁷⁵ In artikel "3.3 – Total value of the properties" is vermeld: "To calculate the value of the units evaluated, we adopted the same sale value practiced today according to the table of the entrepreneurial company, as confirmed being compatible by the same standard of the lands and infrastructure of the development in which they are inserted."

Huurkoopopbrengsten en kasstromen

De AFM heeft de kasstromen die voortvloeien uit huurkoopopbrengsten niet kunnen vaststellen. MC stelt in haar Zienswijzen dat sprake is van huurkoop en dat de verkoop door middel van huurkoop juist jarenlang na 2017 uitzicht op toekomstige inkomsten bood. MC laat na te verwijzen naar concrete posten uit de inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] over 2017 ter onderbouwing dat sprake is van huurkoop. Ook laat MC na om de inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] over 2018, of de recentere jaarrekening over 2019, te verstrekken ter onderbouwing dat [REDACTED] inkomsten uit huurkoop de afgelopen jaren heeft ontvangen. De AFM maakt uit de inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] over 2017 niet op dat sprake is van relevante huurkoopopbrengsten. In de toelichting bij de jaarrekening van [REDACTED] over 2017 is vermeld dat “receivables” als “Finance income (interest receivable) after the transfer of ownership of lots sold” wordt vastgelegd. In note 16 “Finance income” is op ondernemingsniveau geen rente-inkomsten vermeld. Geconsolideerd is sprake van een beperkt bedrag van R\$60.000 aan “interest income”. Hierbij is zelfs een afname ten opzichte van 2016 waar te nemen. In 2016 bedroeg de “interest income” R\$63.000.

Dat de totale opbrengsten uit huurkoop nog lang niet zijn ontvangen blijkt volgens MC uit het kasstroomoverzicht over de periode 2015-2030.⁷⁶ MC heeft nagelaten dit concreet te onderbouwen. De AFM heeft huurkoopopbrengsten niet separaat in het kasstroomoverzicht als zodanig geïdentificeerd. De AFM stelt overigens vast dat MC in diverse documenten informatie over kasstromen aan de AFM heeft verstrekt, waarvan niet altijd duidelijk is door wie de documenten zijn opgesteld, en dat de betreffende informatie van elkaar verschilt. Het is daardoor niet altijd duidelijk of en hoe de kasstromen op elkaar aansluiten. De kasstromen van [REDACTED] over 2017, zoals vermeld in het kasstroomoverzicht van bijlage 3 van de Nadere zienswijze (R\$8.428.506 negatief), sluiten niet aan bij de operationele kasstroom in de “Statements of cash flows” van de door EY gecontroleerde inrichtingsjaarrekening over UNHP over 2017 (R\$7.262.000 negatief)⁷⁷.

Daarnaast sluiten de toekomstige kasstromen vermeld in het kasstroomoverzicht over de periode 2015-2030 niet aan op eerdere informatie van MC. MC heeft namelijk in reactie op het informatieverzoek van de AFM van 18 juli 2019 toelichting gegeven op de concrete waardering van [REDACTED]⁷⁸ MC heeft hierbij aangegeven dat zij voor de waardering van [REDACTED] van 2016 gebruik heeft gemaakt van het cash flow overzicht dat van [REDACTED] is ontvangen. MC heeft hierbij aangegeven voor de basis van de waardering 2016 onder meer de volgende gegevens te hebben gebruikt:

Toekomstige kasstromen 2016-2026	BRL	271.939.556
	EUR	70.547.528

⁷⁶ Randnummer 13 en bijlage 3 bij de Nadere zienswijze.

⁷⁷ Pagina 10 van bijlage 2 bij de Nadere zienswijze.

⁷⁸ Vraag 6e van het informatieverzoek van de AFM.

MC lichtte hierbij verder toe dat zij had besloten ten opzichte van 2016 de waardering van de investering in [REDACTED] in de jaarrekening 2017 van MEFI te handhaven. Het bedrag van R\$271.939.556 aan totale toekomstige kasstromen over de periode 2016-2026 sluit niet aan met R\$51.887.384, het bedrag aan cumulatieve kasstromen [REDACTED] in 2015-2026, vermeld in het kasstroomoverzicht van bijlage 3. Dit zorgt voor een verschil van ruim R\$220 miljoen (ruim €55 miljoen⁷⁹).

Verder heeft MC ter bevestiging dat een aanzienlijke kasstroom vanuit huurkoopovereenkomsten worden gegeneerd een "*Kasstroomoverzicht 2017 Braziliaanse entiteiten*"⁸⁰ verstrekt. Hieruit volgt volgens MC R\$4,2 miljoen aan kasstromen uit de huurkoopcontracten van [REDACTED] in 2017. MC heeft hierbij nagelaten de status en herkomst van het document toe te lichten. De AFM kan niet verifiëren hoe het overzicht tot stand is gekomen. Daarnaast volgt uit het betreffende kasstroomoverzicht dat slechts één van de Braziliaanse entiteiten, namelijk [REDACTED], een positieve operationele kasstroom heeft van R\$3.055.000. De AFM stelt vervolgens vast dat dit niet aansluit op de door [REDACTED] gecontroleerde inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] van 2017. Overigens merkt de AFM op dat dit tevens niet aansluit bij de door MC genoemde entiteit [REDACTED]. MC heeft derhalve onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd aangetoond dat de door MC weergegeven kasstromen niet te positief zijn. Verder stelt de AFM vast dat uit de jaarrekening van [REDACTED] geen positieve operationele kasstromen blijken terwijl in Bijlage 3 bij de Naderende zienswijze hier wel blijkt van gegeven wordt.⁸¹

MC merkt ten aanzien van huurkoop op dat pas na de laatste betaling door huurkopers het eigendom van de grond overgaat aan de huurkoper. Indien de huurkoper gedurende de looptijd de betalingen verzuimt is er naast uitzicht op aanzienlijke kasstromen ook de mogelijkheid om deze kavels opnieuw aan te bieden, aldus MC. MC acht het onzorgvuldig van de AFM deze informatie niet te hebben meegenomen in haar voorlopig oordeel. De AFM merkt op dat bij wanprestatie van de huurkoper MC geen inkomsten ontvangt en inspanningen moet verrichten om een nieuwe overeenkomst te sluiten. Dit leidt tot een onzekere (financiële) situatie. De AFM begrijpt dan ook niet dat MC wanprestatie van de huurkoper als positief voor de onderneming voorstelt.

Ter onderbouwing dat de hiervoor bedoelde huurkoopkavels nog in eigendom van de diverse Braziliaanse entiteiten zouden zijn, heeft MC kadastrale stukken, gedateerd 6 augustus 2020, en een beëdigde vertaling verstrekt.⁸² De bevindingen van de AFM hebben betrekking op de jaarrekening van MEFI over 2017. De verstrekte kadastrale stukken geven geen inzicht in het eigendom in 2017.

⁷⁹ Gebaseerd op de wisselkoers van 31 december 2017: 3,9729, welke MC in haar Nadere zienswijze ook heeft gebruikt (randnummer 36).

⁸⁰ Randnummer 30 en bijlage 15 bij de Nadere zienswijze.

⁸¹ Zie pagina 10 van de jaarrekening 2017 van [REDACTED]

⁸² Bijlagen 5 tot en met 10 bij de Nadere zienswijze

Voor de jaarrekening van [REDACTED] over 2017 is relevant dat MC aantoont dat sprake is van huurkoopovereenkomsten, dat in 2017 en heden de kavels in eigendom zijn en dat dit huurkoopkavels betreffen. De AFM stelt vast dat MC onvoldoende informatie ter onderbouwing hiervan heeft verstrekt.

Discontovoet en 12-maandsinflatiecijfer

De AFM stelt in het Voornemen dat onvoldoende informatie is verkregen om de juistheid van de discontovoet en 12-maandsinflatiecijfer vast te stellen. De door MEFI eerder in het onderzoek verstrekte marktwaardeberekening⁸³ van de Braziliaanse kasstromen, gaat uit van een jaarlijkse positieve kasstroom van ruim €7 miljoen per jaar waardoor de toekomstige kasstromen van 2016-2026 zijn begroot op ruim €70,5 miljoen bij [REDACTED]. Uitgaande van een gemiddelde inflatie van 8,77%, gemiddelde koers €/R\$3,8547 en discontovoet van 9% komt MEFI voor [REDACTED] uit op €28,6 miljoen. Het bevreemdt de AFM dat MC in haar Zienswijze geen onderbouwing van de brongegevens voor het vaststellen van de €28,6 miljoen reële waarde aan de AFM heeft verstrekt. Deze brongegevens dienen bij MEFI reeds aanwezig te zijn. Immers, de jaarrekeningen 2016 en 2017 maakten reeds gebruik van deze gegevens. MC heeft in de Nadere zienswijze onderbouwing verstrekt van de door MEFI gehanteerde discontovoet en de 12-maandsinflatiecijfer. De AFM constateert dat MC haar Zienswijzen onvoldoende heeft onderbouwd en gemotiveerd:

- MC stelt in de Nadere zienswijze dat de gehanteerde discontovoet van 9% reëel voor een looptijd van 10 jaar is en onderbouwt dit met een peer review "*op basis van data van Capital IQ uit 2017 over 2017*"⁸⁴. De AFM haalt uit de WACC-table die MC heeft verstrekt niet dat sprake is van een peer review. De AFM merkt daarnaast op dat het document niet verwijst naar onafhankelijk verifieerbare bronnen, zoals de bron van de gebruikte verdisconteringsvoeten/input-variabelen. Ook is de gebruikte weging tussen eigen en vreemd vermogen niet onderbouwd. De gebruikte verdisconteringsvoeten voor 2 year en 5 year (in de WACC-Table) zijn daarnaast niet juist. Bijlage 14 van de Nadere zienswijze MC toont een WACC-discontovoet van tussen 7,4% voor 2 jaar en 9,8% voor 5 jaar. De AFM begrijpt niet waarom de gehanteerde 9% WACC voor 10 jaar als reëel wordt gezien omdat de (veel) langere doorlooptijd tot een veel hogere risico-premie zal gaan leiden.
- MC onderbouwt niet haar standpunt dat de discontovoet niet te laag is geweest en dat zelfs in de huidige marktsituatie door een onderneming op de kasstromen op de huurkoopovereenkomsten is geboden waarbij een discontovoet van 10% is gehanteerd. MC verwijst naar de website btgpactual.com. Dit betreft de homepage van een Braziliaanse financiële instelling. De verwijzing naar de betreffende homepage onderbouwt het standpunt van MC echter niet.

⁸³ MC heeft in reactie op vraag 6e van het informatieverzoek van de AFM van 18 juli 2019 toelichting gegeven op de concrete waardering van [REDACTED]

⁸⁴ Bijlage 14 bij de Nadere zienswijze.

- MC gebruikt de maandelijkse 12-maandsinflatiecijfers voor de berekening van de waardering. Het gebruik van de maandelijkse 12-maandsinflatiecijfers is in deze situatie onjuist. Omdat sprake is van een lange termijn investering, dient MEFI eveneens uit te gaan van een lange termijn inflatiecijfer en niet van de 12-maandsinflatiecijfers.

Aandelenbelang

De AFM stelt in het Voornemen dat als de netto-vermogenswaarde zou worden gehanteerd voor de Braziliaanse-deelnemingen de waarde hiervan op de balans per ultimo 2017 (en 2018) waarschijnlijk nihil zijn. MC merkt verder in haar Zienswijze op niet te begrijpen dat volgens de AFM de waarde van het aandelenbelang van MEFI in de Braziliaanse entiteiten nihil dient te zijn en anderzijds de AFM stelt dat deze €20 miljoen zou betreffen. In de Nadere zienswijze merkt MC op dat de verkrijgingsprijs van de aandelenuitbreiding een afspraak uit 2012 betreft. MC heeft ter onderbouwing een document verstrekt, welke zij eerder in reactie op het eerdere informatieverzoek van 18 juli 2019 van de AFM heeft verstrekt.⁸⁵ In het document geeft MC aan dat tijdens de gesprekken tussen MC en [REDACTED] over de uitbreiding van het aandelenbelang werd teruggegaan naar de oorspronkelijke eerste aankoop in 2011/2012. Destijds was initieel een belang van 75% overeengekomen. Voor dit belang werd een aanvullende betaling van €4 miljoen gevraagd. MC verwijst hierbij naar een e-mailbericht van 23 november 2017.⁸⁶ De AFM merkt op dat de gesprekken en de documenten waarnaar MC verwijst geen vastlegging van deze gesprekken over de prijs van de uitbreiding van het aandelenbelang bevatten. De AFM stelt vast dat MC deze zienswijze onvoldoende heeft onderbouwd en gemotiveerd.

2. Waardering rentevorderingen op [REDACTED] en [REDACTED]

Zienswijze van MC⁸⁷

In artikel 7 van de Aandeelhoudersovereenkomst is bepaald dat over alle financiële investeringen die MEFI doet in enig Braziliaanse [REDACTED] entiteit, MEFI een vergoeding krijgt van 10%. Dat deze afspraak kennelijk niet was vertaald in een leningsovereenkomst doet daar niets aan af. Het addendum van 1 juli 2019 op de eerdere leningsovereenkomsten, waarin met terugwerkende kracht een rente van 10% is weergegeven, moet worden gezien als een bevestiging van de afspraak in de Aandeelhoudersovereenkomst. Zelfs voor zover niet steeds van een contractuele verplichting sprake is geweest, dan is er in ieder geval steeds sprake geweest van een feitelijke verplichting van [REDACTED] en [REDACTED] jegens MEFI. Hierbij wordt verwezen naar RJ 252. Op grond van de Aandeelhoudersovereenkomst hebben [REDACTED] en [REDACTED] de verantwoordelijkheid aanvaard tot uitkering van rente aan MEFI. Als gevolg daarvan had MEFI de gerechtvaardigde verwachting

⁸⁵ Bijlage 12 bij de Nadere zienswijze. Bijlage 12 betreft een toelichting op vraag 3a van het informatieverzoek van de AFM, gedateerd 18 juli 2019. De toelichting verwijst naar diverse documenten, waaronder e-mailberichten en kasstroomoverzichten.

⁸⁶ V3a 01 20171123

⁸⁷ Randnummer 74-83 van de Zienswijze.

dat [REDACTED] en [REDACTED] die verantwoordelijkheden zouden nakomen. De AFM beweert ten onrechte dat de rentevordering op [REDACTED] en [REDACTED] te hoog zou zijn.

Reactie van de AFM

De AFM stelt in het Voornemen dat de waardering van de rentevordering op [REDACTED] en [REDACTED] in de jaarrekening 2017 €3,1 miljoen te hoog is verantwoord. MC heeft haar Zienswijzen onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd om de volwaardigheid van deze rentevordering op de Braziliaanse vennootschappen per ultimo 2017 aan te tonen. Er wordt verwezen naar RJ 252, terwijl deze ziet op de post: passiva categorie voorzieningen en niet op de activa categorie debiteuren. Daarnaast wordt verwezen naar de Aandeelhoudersovereenkomst die niet specifiek toeziet op de betreffende entiteiten [REDACTED] en [REDACTED] maar op [REDACTED]. Voorts is in artikel 7 van de Aandeelhoudersovereenkomst bepaald dat een dividendbetaling aan het einde van het project plaatsvindt en afhankelijk is van het vigerende fiscale regime. Deze overeenkomsten gaan overigens niet in op verstrekte leningen van MEFI aan Braziliaanse vennootschappen, maar gaan over de "Equity funding". Overigens geeft het door MEFI via een annex herstellen van deze foutieve contractuele grondslag om rente te mogen berekenen per 1 juli 2019, eveneens blijk van de aangetroffen onrechtmatigheid. Tot slot merkt de AFM op dat uit de specificatie van de rentebaten, op pagina 14 van de jaarrekening van MEFI, blijkt dat in 2017 €430.066 aan rentebaten afkomstig zijn van [REDACTED] en [REDACTED] waarvoor geen juridische grondslag is. Specifiek voor [REDACTED] valt op dat er slechts een renteopbrengst van €80.066 in 2017 verantwoord is wat derhalve niet in overeenstemming is met het gestelde 10% van de openstaande leninghoofdsom [REDACTED] ad €1.665.135 per ultimo 2017.

3. Eigen vermogen en omzet MEFI

Zienswijze van MC⁸⁸

MC geeft aan dat wel degelijk sprake is van omzet uit de rente van de Braziliaanse entiteiten en betwist dat de omzet en het resultaat van MEFI in de jaarrekening over 2017 te hoog is verantwoord. Voorts is geen sprake van een te hoge waardering van de participatie in [REDACTED] en van de rentevordering en wordt betwist dat het eigen vermogen van MEFI €31,7 miljoen lager zou moeten zijn. MC verwijst hierbij naar hetgeen eerder in haar Zienswijze is betoogd ten aanzien van de waardering van het belang in [REDACTED] en van de rentevordering.

Reactie van de AFM

De AFM stelt in het Voornemen dat het eigen vermogen en de omzet van MEFI te hoog is weergegeven. Zoals blijkt uit de hiervoor weergegeven reactie van de AFM op de onderdelen 1 en 2 heeft MC haar Zienswijzen onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd om aan te tonen dat de AFM op die onderdelen van een onjuist standpunt uitgaat. Dit heeft tot gevolg dat ook het standpunt van de AFM ten aanzien van de

⁸⁸ Randnummer 84-87 van de Zienswijze.

hoogte van de omzet en het eigen vermogen van MEFI niet wijzigt. De AFM concludeert dan ook dat de Jaarrekeningen van MEFI over 2017 en 2018 de beleggers onvoldoende inzicht bieden. Er kan geen verantwoord oordeel worden gevormd omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van MEFI. Hoewel MC in haar Zienswijze niet specifiek ingaat op de jaarrekening van MEFI over 2018, gelden de bevindingen van de AFM ook ten aanzien van de jaarrekening over 2018. Wanneer de waarderingscorrecties op (1) de Braziliaanse kapitaalbelangen en (2) de rentevorderingen worden geëffectueerd, heeft dit een materiële invloed op de jaarrekening 2017 en 2018. Hierdoor schiet de jaarrekening in ernstige mate tekort in het geven van dit inzicht omtrent het vermogen en het resultaat, alsmede omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van MEFI. Dit doordat in de jaarrekening van MEFI onder andere:

- de waardering van het kapitaalbelang van [REDACTED] €28,61 miljoen te hoog is;
- de waardering van de rentevordering op [REDACTED] en [REDACTED] €3,1 miljoen te hoog is;
- de verantwoorde omzet €0,43 miljoen te hoog is;
- het eigen vermogen MEFI met €31,7 miljoen moet worden afgewaardeerd.

4. Kasstromen

Zienswijzen van MC⁸⁹

MC haalt de heer [REDACTED] in een bijeenkomst van 18 april 2018 aan ter onderbouwing dat MC de kasstromen heeft toegelicht aan investeerders. Het surplus dat geherinvesteerd wordt heeft tot gevolg dat binnen het onderdeel operationele kasstromen het positieve saldo wordt geneutraliseerd. Hierbij wordt verwezen naar pagina 5 van de MoU. Daarnaast verstrekt onder andere [REDACTED] financiering aan andere projectvennootschappen om te investeren in de ontwikkeling van nieuwe gronden. Die verhouding is transparant in de toelichting van de jaarrekening over 2018 van deze entiteit. Verder laten de jaarrekeningen van [REDACTED] en [REDACTED] over 2018 wel degelijk een positieve operationele kasstroom zien. Ter bevestiging dat wel degelijk aanzienlijke kasstromen vanuit huurkoopovereenkomsten worden gegeneerd heeft MC een "*Kasstroomoverzicht 2017 Braziliaanse entiteiten*"⁹⁰ verstrekt. Hieruit volgt R\$4,2 miljoen aan kasstromen uit de huurkoopcontracten van [REDACTED] [REDACTED] in 2017.

Reactie van de AFM

De AFM heeft in haar Voornemen aangegeven dat MC in de periode van maart 2017 tot en met december 2018 de obligatiehouders herhaaldelijk heeft gemeld dat er sprake is van positieve kasstromen in Brazilië. De AFM merkt op dat investeerders hierbij uit mogen gaan van positieve operationele kasstromen en dat de geconsolideerde operationele kasstromen relevant zijn om zicht te krijgen of de onderneming door haar dagelijkse activiteiten in staat is om genoeg geld te genereren om de dagelijkse kosten te kunnen betalen.

⁸⁹ Randnummer 88-96 van de Zienswijze en 30-31 van de Nadere Zienswijze.

⁹⁰ Bijlage 15 bij de Nadere zienswijze.

Zoals in het Voornemen aangegeven doet het feit dat MC heeft aangegeven dat zij cashflow in Brazilië herinvesteert in de Braziliaanse onderneming niet af aan de bevinding dat sprake is van te positief weergegeven kasstromen. Immers, MC heeft meerdere malen in bijeenkomsten meegedeeld dat de Braziliaanse kasstroom positief is en dat er geld over is. De jaarrekening van [REDACTED] [REDACTED] en [REDACTED] over 2017 laten echter een negatieve operationele kasstroom zien. Dit wordt door MC in haar Zienswijzen niet ontkend. Hoewel MC aangeeft dat de jaarrekeningen van [REDACTED] en [REDACTED] over 2018 wel een positieve operationele kasstroom laten zien, heeft zij deze jaarrekeningen niet verstrekt ter onderbouwing. De AFM kan deze stelling van MC derhalve niet verifiëren. Daarnaast beschikken de investeerders, waaronder de obligatiehouders van MEFI, niet over de jaarrekening van [REDACTED] en [REDACTED] over 2018. Tijdens het onderzoek is gebleken dat investeerders alleen via de bij de KvK gedeponeerde jaarrekening kennis kunnen nemen van de financiële situatie van MEFI en is niet gebleken dat investeerders beschikken over de door [REDACTED] gecontroleerde jaarrekeningen van [REDACTED] [REDACTED] en [REDACTED] over 2017 en 2018.

Voorts heeft MC ter bevestiging dat wel degelijk sprake is van positieve operationele kasstromen een “Kasstroomoverzicht 2017 Braziliaanse entiteiten” verstrekt. Hieruit volgt volgens MC R\$4,2 miljoen aan kasstromen uit de huurkoopcontracten van [REDACTED] [REDACTED] in 2017. Zoals tevens toegelicht in de reactie van de AFM op onderdeel 1 onder ‘huurkoopopbrengsten en kasstromen’ heeft MC hierbij nagelaten de status en herkomst van het document toe te lichten. De AFM kan niet verifiëren hoe het overzicht tot stand is gekomen. Daarnaast volgt uit het betreffende kasstroomoverzicht dat slechts één van de Braziliaanse entiteiten, namelijk [REDACTED] [REDACTED] een positieve operationele kasstroom heeft van R\$3.055.000. De AFM stelt vervolgens vast dat dit niet aansluit op de door [REDACTED] gecontroleerde inrichtingsjaarrekening van [REDACTED] [REDACTED] van 2017. Overigens merkt de AFM op dat dit tevens niet aansluit bij de door MC genoemde entiteit [REDACTED] [REDACTED]. MC heeft derhalve onvoldoende onderbouwd en gemotiveerd dat door MC weergegeven kasstromen niet te positief zijn. Verder stelt de AFM vast dat uit de jaarrekening van [REDACTED] over 2017 geen positieve operationele kasstromen blijken. Hierdoor is de AFM nog steeds van oordeel dat MC bij haar informatieverstrekking de kasstromen te positief heeft weergegeven.

5. Garanties en zekerheden van de door MEFI aan [REDACTED] [REDACTED] en [REDACTED] verstrekte leningen

Zienswijze van MC⁹¹

Op pagina 21 van het Memorandum wordt, anders dan de AFM veronderstelt, niet benadrukt dat de obligaties dekking genieten via de eigendommen van MEFI in de onderliggende ondernemingen. Er staat dat MEFI met haar gehele onderneming garant staat voor betalingsverplichtingen jegens obligatiehouders. Met volledige dekking genieten doelt MEFI op het feit dat MEFI geen bankfinanciering heeft aangetrokken,

⁹¹ Randnummer 97-106 van de Zienswijze.

waardoor obligatiehouders niet ten opzichte van banken zijn achtergesteld. Het resultaat is dat de activa van MEFI kunnen worden aangewend ter dekking van de vorderingen van obligatiehouders. Verder maakt de AFM niet duidelijk hoe het niet verkrijgen van de zekerheden bij het verstrekken van de leningen aan [REDACTED] en [REDACTED] waarvan MEFI meerderheidsaandeelhouder is, ertoe leidt dat de activa van MEFI onvoldoende zekerheid bieden om de vorderingen van obligatiehouders te kunnen dekken. De verstrekte leningen zijn vorderingen die een deel van de activa van MEFI vormen. MC wijst erop dat het verstrekken van funding via vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen bevorderlijk is voor de positie van obligatiehouders. MEFI ontvangt dan een rechtstreekse vordering op de leningnemer terug. Dat aan MEFI ter zake van de leningen geen zekerheden zijn verstrekt, maakt niet dat MEFI niet met juistheid kan zeggen dat MEFI met haar eigendommen garant staat voor de verplichtingen jegens obligatiehouders en dat de activa van MEFI kan worden aangewend voor die vorderingen. Daarbij is in het Memorandum vermeld dat intreding van een van de vermelde risico's vervulling van de verplichtingen aan obligatiehouders in de weg kan staan.

Reactie van de AFM

De AFM stelt in het Voornemen dat de activa van MEFI onvoldoende zekerheid bieden om de vorderingen van de obligatiehouders te kunnen dekken. De AFM heeft hierbij aangegeven dat de garantiestelling van MEFI niet is gegarandeerd door middel van zekerheden die MEFI heeft verkregen bij door haar verstrekte leningen. MC gaat in haar Zienswijze noch in op de constatering van de AFM dat in de jaarrekeningen over 2017 van [REDACTED] en [REDACTED] geen melding wordt gemaakt van enige verstrekte zekerheden met betrekking tot de verstrekte leningen, noch op de onduidelijkheid over de kadastrale uittreksels.

MC stelt dat MEFI kan zeggen dat zij met haar eigendommen garant staat voor de verplichtingen jegens obligaties. De AFM heeft echter vastgesteld dat deze garantstelling onvoldoende zekerheid geeft, omdat de activa van MEFI volgens de netto-vermogenswaarde waarschijnlijk op nul moeten worden gewaardeerd, de leningen geen zekerheden kennen en er ook geen rente-inkomsten uit de leningen door MEFI worden ontvangen. Dat MEFI via de lening een rechtstreekse vordering op de leningnemer ontvangt, zoals MC in haar Zienswijze aangeeft, is eveneens onvoldoende, omdat de Braziliaanse entiteit [REDACTED] een negatief eigen vermogen heeft. Derhalve concludeert de AFM dat de activa van MEFI onvoldoende zekerheid bieden om de vorderingen van obligatiehouders te kunnen dekken. Dat MEFI geen bankfinanciering heeft aangetrokken, waardoor obligatiehouders niet ten opzichte van banken zijn achtergesteld, is niet relevant voor de gestelde zekerheden.

Overigens zij opgemerkt, dat afgezien van de verstrekte leningen en uitgaande van het aandelenbelang van MEFI in de Braziliaanse entiteiten, gesteld kan worden dat, zoals in paragraaf 1 van deze bijlage is beschreven, MC in haar Zienswijzen de reële marktwaarde en eigendom van de gronden onvoldoende heeft onderbouwd en gemotiveerd.

Dat MC aangeeft in het Memorandum de investeerders te hebben gewezen op de risico's ten aanzien van de vervulling van de verplichtingen aan obligatiehouders ontslaat MC er niet van om bij intreden van de

risico's de investeerders hierover te informeren en om in de informatieverstrekking juiste informatie over de zekerheden te verstrekken.

6. Herkomst rentebetalingen MEFI aan obligatiehouders

Zienswijze van MC⁹²

MC betwist dat MEFI aan obligatiehouders slechts beperkte informatie heeft verschaft over de rentebetalingen. Het moet de obligatiehouder duidelijk zijn geweest dat de rentebetalingen op de obligaties door MEFI en haar aandeelhouder MC werden bekostigd. Dat obligatiehouders hiervan ook daadwerkelijk op de hoogte waren, blijkt uit antwoorden die MEFI heeft gegeven wanneer obligatiehouders hierover vragen stelden. In een (digitale) investeerdersbijeenkomst van 24 juni 2020 heeft MEFI de herkomst van de rentebetalingen nogmaals duidelijk gemaakt middels de mededeling:

“Het was een projectontwikkeling, er zaten nog geen kasstromen in aan het begin, dus we hebben eigenlijk altijd die rentelasten vanuit onszelf voorgefinancierd en we hebben uitbetaald, dat weet u ook.”

Op die mededeling kwamen geen opmerkingen of vragen. Voorts blijkt uit de jaarrekeningen 2017 en 2018 ondubbelzinnig hoe MEFI gekapitaliseerd en gefinancierd is. Specifiek wordt toegelicht dat naast het beschikbare eigen vermogen sprake is van een schuld van MEFI aan een gelieerde onderneming, in casu MC. MC was en is wel degelijk transparant over de herkomst van de rentebetalingen aan obligatiehouders.

Reactie van de AFM

De AFM stelt in het Voornemen dat er slechts beperkte informatie is verschaft over de herkomst van de rentebetalingen van MEFI aan obligatiehouders. Hoewel MC aangeeft dat obligatiehouders op de hoogte zijn van de herkomst van de rentebetalingen, laat MC na dit met voldoende bewijsstukken te onderbouwen. MC zou tijdens een digitale bijeenkomst van 24 juni 2020, de herkomst van de rentebetalingen nogmaals duidelijk hebben gemaakt aan obligatiehouders. De AFM stelt vast dat MC ook hiervoor geen bewijsstukken ter onderbouwing heeft verstrekt. De AFM kan de inhoud van en hetgeen is gezegd tijdens de bijeenkomst derhalve niet verifiëren.

Het is opmerkelijk dat MC in haar Zienswijze geen onderbouwing aan de AFM levert, bijvoorbeeld door het verstrekken van de opname of een link en inloggegevens voor het bekijken van de bijeenkomst. Des te meer nu de AFM MC eerder in het kader van haar onderzoek – welke juist is gericht op de informatieverstrekking over MEFI – heeft verzocht inzage te geven in haar informatieverstrekking over MEFI en opnames van informatiebijeenkomsten te verstrekken aan de AFM.

⁹² Randnummer 107-113 van de Zienswijze.

Daarbij merkt de AFM op dat het voor de AFM relevant is kennis te nemen van de wijze waarop informatieverstrekking plaatsvindt. De wijze waarop de mondelinge mededeling tijdens een bijeenkomst plaatsvindt en de context waarin is relevant om te kunnen beoordelen of de informatieverstrekking duidelijk en begrijpelijk is. Het is de AFM onduidelijk wie kennis heeft genomen van de inhoud van de investeerdersbijeenkomst. Zoals in het Voornemen aangegeven acht de AFM het van belang dat alle investeerders, zowel obligatiehouders van MEFI alsmede de consumenten die door MC zijn geïnformeerd over de (financiële) situatie van MEFI, bijvoorbeeld tijdens eerdere investeerdersbijeenkomsten en via schriftelijke updates, worden geïnformeerd. Door het uitsluitend verstrekken van informatie tijdens een (digitale) bijeenkomst, kan niet worden gegarandeerd dat alle investeerders worden geïnformeerd, terwijl het wel de verplichting van MC is om alle consumenten te informeren en niet alleen zij die aansluiten bij een bijeenkomst.

Voorts blijkt volgens MC uit de jaarrekeningen 2017 en 2018 ondubbelzinnig hoe MEFI gekapitaliseerd en gefinancierd is. Het is de AFM niet duidelijk of MC hiermee de inrichtingsjaarrekening of de bij de KvK gedeponeerde publicatie jaarrekening bedoelt. Het onderscheid is relevant, omdat investeerders de gedeponeerde (vereenvoudigde) publicatie jaarrekening via de KvK kunnen inzien en niet beschikken over de (uitgebreide) inrichtingsjaarrekening. De bij de KvK gedeponeerde publicatie jaarrekeningen van 2017 en 2018 geven investeerders slechts beperkt informatie over de financiële situatie van MEFI, nu dit niet de inrichtingsjaarrekening met winst- en verliesrekening en toelichting betreft. Niet is gebleken dat obligatiehouders beschikken over of kennis hebben kunnen nemen van de inrichtingsjaarrekening van MEFI over 2017 en 2018 en ook heeft MC dit in haar Zienswijze niet betwist. De AFM heeft bij het opstellen van het Voornemen kennisgenomen van de inrichtingsjaarrekening van MEFI over 2017 en de bij de KvK gedeponeerde jaarrekeningen van MEFI over 2017 en 2018. Uit de bij de KvK gedeponeerde jaarrekeningen van MEFI over 2017 en 2018 blijkt naar het oordeel van de AFM niet ondubbelzinnig de herkomst van de rentebetalingen.

7. Aflossing van de +Bond Brazil

Zienswijzen van MC⁹³

Financiële positie [REDACTED] en 74% verkoop van kavels

De AFM gaat voorbij aan de aard van de activiteiten die in de Braziliaanse entiteiten plaatsvinden. Er is sprake van huurkoopcontracten, hetgeen betekent dat de kasstromen gedurende de looptijd ('huur') van dat contract en afrekening ('koop') aan het einde van de looptijd gerealiseerd worden. De financiële situatie van MEFI en haar Braziliaanse participaties worden bepaald door de te verwachten kasstromen uit hoofde

⁹³ Randnummer 114-123 van de Zienswijze en 9-24 van de Nadere zienswijze.

van in belangrijke mate de afgesloten huurkoopcontracten. De veronderstelling van de AFM dat 74% van alle kavels is verkocht en daardoor niet langer onderdeel zouden uitmaken van de toekomstige kasstromen, wat een negatief effect op de waarde van [REDACTED] zou hebben, is onjuist. Het percentage van 74% is niet het percentage van alle kavels, maar slechts een percentage van het gedeelte van de door middel van huurkoop verkochte kavels dat als huurkoop is aangeboden. Er is meer grond en waarde aanwezig dan de AFM veronderstelt.⁹⁴

Totale aandelenbelang in [REDACTED] en [REDACTED]

Ten aanzien van het totale aandelenbelang in [REDACTED] en [REDACTED] is MC het geenszins eens met de stelling van de AFM dat dit €20 miljoen bedraagt. De AFM gaat eraan voorbij dat MEFI ook leningen aan en dus vorderingen heeft op gelieerde partijen, in casu [REDACTED] en [REDACTED] en hun dochterondernemingen. Deze vorderingen bedragen inclusief rente per ultimo 2018 €19.805.592. Als dat wordt opgeteld bij het bedrag van €20 miljoen komt men boven de aan obligatiehouders verschuldigde €35 miljoen uit. Daarnaast kan de vermenigvuldiging van de AFM om te komen tot een totale waarde van €20 miljoen geen stand houden. De AFM gaat er namelijk onder andere aan voorbij dat het door MEFI gehouden belang in [REDACTED] (en [REDACTED] belangrijke preferenties bevat.⁹⁵

Mogelijkheid van verkoop van leningen

De verkoop van de leningen is slechts één mogelijkheid om liquide middelen te generen. Hierbij wordt verwezen naar het antwoord van MC op het informatieverzoek van de AFM van 18 juli 2019.⁹⁶ Het moeten verkopen van leningen om aan aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen was niet een mogelijkheid waarmee MEFI gedurende de looptijd van de obligaties serieus rekening hield. Verwacht werd uit andere bronnen voldoende liquide middelen te ontvangen om de obligaties af te lossen. Pas sinds dit jaar is het verkopen van de leningen als gevolg van tegenvallende ontwikkelingen in Brazilië een serieuze optie geworden. Het is opvallend te noemen dat de AFM MC feitelijk verwijt rooskleurig nieuws – namelijk het beschikken over een extra mogelijkheid om liquide middelen ten behoeve van de obligatiehouders te generen – te hebben verzwegen.

Omzetting vreemd vermogen in eigen vermogen

Door deze omzetting neemt de kredietwaardigheid van MEFI voor de obligatiehouders juist toe, doordat het eigen vermogen, in het hypothetische geval van faillissement, in tegenstelling tot een rekening-courant financiering met MC, achtergesteld is aan de obligatiehouders. Het risico dat rente of aflossingsbetalingen aan de obligatiehouders niet zouden kunnen worden gedaan is door deze transactie verlaagd. De heer [REDACTED]

⁹⁴ Verwezen wordt naar het onderdeel ‘*Waardering participaties*’ in deze bijlage, waar de Zienswijzen van MC op dit punt nader is weergegeven.

⁹⁵ Verwezen wordt naar het onderdeel ‘*Waardering participaties*’ in deze bijlage, waar de Zienswijzen van MC op dit punt nader is weergegeven.

⁹⁶ Paragraaf 4.9.5 van het rapport.

[REDACTED] is altijd transparant geweest over zijn aandeelhouderspositie en heeft deze gewijzigd met als doel om de positie van obligatiehouders te versterken.

Reactie van de AFM

De AFM stelt in het Voornemen dat de informatie aan investeerders en de AFM niet overeenkomt met de financiële situatie van MEFI en de Braziliaanse deelnemingen. Hoewel MC in haar Zienswijze ingaat op de verschillende onderdelen die de AFM in het Voornemen beschrijft, gaat zij niet specifiek in op het standpunt van de AFM dat de informatie die aan investeerders en de AFM is verstrekt niet overeenkomt met de financiële situatie van MEFI en de Braziliaanse deelnemingen. De AFM hecht er belang aan dat beleggers juist worden geïnformeerd over hun belegging en de risico's die daarop van invloed (kunnen) zijn.

Financiële positie [REDACTED] en 74% verkoop van kavels

De AFM stelt in het Voornemen dat 74% van de kavels zijn verkocht. De AFM constateert dat zij in de door MC verstrekte documenten geen dan wel onvoldoende bewijs heeft aangetroffen om de Zienswijzen van MC, dat sprake is van huurkoopcontracten en opbrengsten vanuit huurkoop, aan te tonen. MC ontkent niet dat zij investeerders tijdens bijeenkomsten heeft geïnformeerd over positieve kasstromen bij de Braziliaanse entiteiten en het daarmee terugbetalen van openstaande vorderingen door Braziliaanse entiteiten, terwijl de jaarrekeningen van [REDACTED] en haar dochterondernemingen [REDACTED] en [REDACTED] in 2017 allen een negatieve operationele kasstroom laten zien. Hoewel MC elders in haar Zienswijzen opmerkt dat de jaarrekeningen van [REDACTED] en [REDACTED] over 2018 wel een positieve operationele kasstroom laten zien, heeft MC deze jaarrekeningen niet verstrekt als onderbouwing, waardoor de AFM dit derhalve niet kan verifiëren. MC geeft vervolgens ook geen nadere toelichting op de te verwachten operationele kasstromen uit hoofde van de afgesloten huurkoopcontracten en laat na dit met stukken te onderbouwen. Ook niet onder verwijzing naar eerder door MC verstrekte stukken.

MC merkt tevens op dat de 74% niet het percentage betreft van alle kavels en dat er meer grond en waarde aanwezig is. Onder verwijzing naar haar reactie in paragraaf 1 van deze bijlage onder 'Waardering uitgaande van een participatie' merkt de AFM op dat MC onvoldoende heeft onderbouwd en gemotiveerd om de gestelde huurkoopopbrengsten en overige gronden in eigendom aan te tonen.

Totale aandelenbelang in [REDACTED] en [REDACTED]

Volgens MC gaat de AFM eraan voorbij dat MEFI ook leningen aan en dus vorderingen heeft op [REDACTED] en [REDACTED] en hun dochterondernemingen. De AFM constateert echter nog altijd bepaalde risico's ten aanzien van de aflossing van de leningen en rentevordering aan [REDACTED] nu uit de jaarrekening over 2017 van [REDACTED] volgt dat [REDACTED] er niet goed voor staat. [REDACTED] heeft namelijk een negatief eigen vermogen, een negatieve operationele kasstroom en een verlies in het jaar 2017. Ook zijn er voor de uitstaande lening geen onderpand of andere zekerheden verstrekt en is deze lening converteerbaar naar aandelenkapitaal. Verder blijkt uit de jaarrekening dat er nooit een aflossing van de hoofdsom of rentevordering heeft plaatsgevonden. Hierdoor bestaat er onvoldoende zekerheid dat de lening kan worden terugbetaald. Gelet

op het voorgaande wordt aan de lening geen waarde toegekend en kunnen de leningen derhalve niet meetellen.

Verder stelt MC dat het door MEFI gehouden aandelenbelang belangrijke preferenties bevat, waardoor het belang dat toekomt aan [REDACTED] een lagere waarde per aandeel heeft dan het 50%-belang dat reeds in het bezit was van MEFI. De AFM merkt op dat op basis van de door MC aangeleverde onderbouwing niet is vast komen te staan dat de enkele aanwezigheid van preferenties met zich meebrengt dat de waarde van het belang in bezit van MEFI meer waard is dan het belang dat [REDACTED] heeft en MEFI deels heeft overgenomen. MC laat verder na om toe te lichten en te onderbouwen van welke waarde de AFM dan dient uit te gaan. Op basis daarvan concludeert de AFM dat de prijs van €5 miljoen een terechte prijs is, ook gelet op de aanwezige preferenties.

Mogelijkheid van verkoop van leningen

De AFM constateert nog altijd bepaalde risico's ten aanzien van de verkoop van de leningen. Zoals hiervoor beschreven heeft de AFM twijfels over de aflossing van de leningen. Ook is er voor de uitstaande leningen geen onderpand verstrekt. Hierdoor bestaat er onvoldoende zekerheid dat de leningen kunnen worden terugbetaald. Een eventuele derde partij zal daardoor niet snel geneigd zijn een dergelijke lening over te nemen. Dat MC in haar Zienswijzen stelt dat het verkopen van leningen pas sinds dit jaar een serieuze optie is geworden en het volgens haar als rooskleurig nieuws moet worden gezien, doet hier niet aan af. Gelet op hetgeen de AFM eerder bij haar Voornemen en in haar reactie op de Zienswijzen heeft gesteld, zijn er ook twijfels bij de andere door MC genoemde mogelijkheden om aan de aflosverplichtingen te voldoen.

