

Rondom het Nieuws

Hoe beoordeelt de AFM diverse soorten van informatieverstrekking?

mr. R.E. Labeur¹

1. Inleiding

Van 11 april tot 1 juni 2024 consulteerde² de AFM aanpassingen van de bestaande Beleidsregel Informatieverstrekking (hierna kortweg: Beleidsregel), die sinds 31 december 2018 geldt.³ De uitkomst van de consultatie is nog niet bekend, maar ik ga er niet van uit dat de nieuwe Beleidsregel wezenlijk van de consultatieversie zal verschillen.

De Beleidsregel geeft de markt inzicht in waarop de toezichthouder let bij het beoordelen van informatieverstrekking door financiële ondernemingen. Dat beperkt zich niet tot onverplichte informatieverstrekking (reclame), maar strekt zich ook uit tot wettelijk verplichte vormen van informatieverstrekking, zoals een prospectus.

Aanleiding voor de consultatie zijn voor de AFM 'de nieuwe interpretaties van een aantal wettelijke normen en de veranderende regelgeving voor informatieverstrekking'. Met 'nieuw' wordt onder meer bedoeld dat bepaalde interpretaties die al door de AFM in het toezicht werden gebruikt, nog niet eerder publiekelijk kenbaar zijn gemaakt. De toevoegingen aan de Beleidsregel zijn in de consultatieversie makkelijk inzichtelijk gemaakt door een gele markering van de tekst.

De wijzigingen zijn over het algemeen niet verrassend of onlogisch. Er worden vooral veel voorbeelden toegevoegd van concrete bad practices die de AFM in haar toezicht op naleving van artikel 4:19 lid 2 Wft is tegengekomen.⁴ Dat artikel bepaalt dat

door een financiële onderneming verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn. Als voorbeeld van misleidend wordt genoemd een financiële dienstverlener (bemiddelaar/adviseur) die de indruk wekt een verzekeraar te zijn. Een ander voorbeeld is het gebruiken van onduidelijke terminologie, zoals het woord 'transactietegoed' dat ten onrechte de indruk kan wekken dat sprake is van een tegoed waarmee financiële instrumenten kunnen worden aangeschaft.

In dit artikel sta ik stil bij vier punten ten aanzien van de Beleidsregel die mij het meest zijn opgevallen. Ik sluit af met mijn visie op enerzijds de waarde en anderzijds de gevaren van de Beleidsregel.

2. Verantwoordelijkheid voor affiliate marketing

De Beleidsregel adresseert in een nieuwe paragraaf (2.4) de verantwoordelijkheid voor affiliate marketing. Daaronder wordt verstaan het adverteren via een blog, podcast, sociale mediakanalen of de website van een derde. Voor financiële ondernemingen is belangrijk om duidelijk te hebben wanneer affiliate marketing over hun producten toezichtrechtelijk gezien aan hen kan worden toegerekend. In dat geval kan affiliate marketing namelijk leiden tot handhavingsmaatregelen van de AFM tegen de betreffende financiële onderneming wegens schending van artikel 4:19 lid 2 Wft, wanneer de informatie door de AFM incorrect, onduidelijk of misleidend wordt geacht.

Er is volgens de AFM sprake van 'door een financiële onderneming verstrekte of beschikbaar gestelde informatie' in twee gevallen:

- i. als de informatie zelf door de financiële onderneming wordt verstrekt of beschikbaar wordt gesteld; of

door beleggingsondernemingen van de marketing voorschriften uit hoofde van MiFID II. Het rapport onderstreept dat deugdelijke informatieverstrekking bij de toezichthouders in de schijnwerpers staat.

1. Rosemarijn Labeur is advocaat bij Finnius in Amsterdam.

2. Consultatie Herziene Beleidsregel Informatieverstrekking. Waar let de AFM op bij het beoordelen van informatieverstrekking door financiële ondernemingen over financiële producten en diensten?, 11 april 2024. Vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2024/april/consultatie-informatieverstrekking.

3. De eerste versie van de Beleidsregel werd van kracht in september 2013. De voorloper van deze eerste Beleidsregel heette grappig genoeg de Leidraad Misleiding.

4. Een aantal van de voorbeelden is ook terecht gekomen in, of wellicht zelfs ontleend aan, ESMA's Final Report On the 2023 Common Supervisory Action and Mystery Shopping Exercise on marketing dat op 27 mei 2024 verscheen (ESMA35-335435667-5931). Dit rapport richt zich op de naleving

- ii. als de informatie in opdracht van de financiële onderneming wordt verstrekt of beschikbaar gesteld. De AFM formuleert in de Beleidsregel elementen die in ogenschouw zullen worden genomen om te bepalen of er sprake is van een opdracht. Deze liggen voor de hand en zal ik hier niet verder bespreken.

Hoewel de Beleidsregel het woord finfluencer niet gebruikt, is duidelijk dat de opmerkingen over affiliate marketing een logisch gevolg zijn van de toegenomen aandacht voor finfluencers in de afgelopen jaren. De AFM is drukdoende om die marktspelers onder haar controle te krijgen, door middel van een rapport⁵, bijeenkomsten voor finfluencers⁶ en handhavingsmaatregelen⁷. Finfluencers zijn ook in de media een dankbaar onderwerp, en de politiek blijft evenmin achter. De minister van Financiën heeft de Tweede Kamer op 25 april 2024 geïnformeerd over de bestaande regelgeving en lopende en nieuwe acties ter bescherming van consumenten tegen ongewenste online beïnvloeding op financieel gebied. In de kamerbrief wordt – naast buy now, pay later (BNPL) dienstverlening en de handel in cryptoactiva – aandacht besteed aan ongewenste beïnvloeding door finfluencers.⁸

Het beleid van de minister om de risico's van directe en indirecte beïnvloeding te beperken bestaat uit drie pijlers: (1) financiële educatie, (2) beleid en wetgeving, en (3) toezicht en handhaving. Bij het onderdeel beleid en wetgeving valt op dat de minister stelt beleggingsondernemingen expliciet verantwoordelijk te willen maken voor de content van finfluencers waarmee zij samenwerken, zodat zij scherper zullen selecteren bij de inzet van finfluencers en meer kwaliteitswaarborgen inregelen. De Europese Commissie heeft deze maatregel voorgesteld als onderdeel van het Pakket retail beleggen waarover de Raad en het Europees Parlement op dit moment onderhandelen.⁹ Over de haalbaarheid hiervan merkt

de minister op dat het nog wel even zal duren voordat er een definitief akkoord is bereikt over het Pakket en de maatregel vervolgens in werking treedt.¹⁰

Een expliciete basis vindt de AFM niet nodig. Daarop wil zij kennelijk niet wachten om beleggingsondernemingen aan te spreken op uitingen die door finfluencers worden gedaan. In de tekst van artikel 4:19 lid 2 Wft ('door de financiële onderneming') ziet zij al een aanknopingspunt om ook indirecte marketing aan de beleggingsonderneming te kunnen toerekenen. Ik vind de uitleg van de AFM niet onlogisch. Het is echter wel opmerkelijk dat de minister in zijn kamerbrief onder de pijler 'beleid en wetgeving' met geen enkel woord rept over de twee weken eerder verschenen uiting van de bevoegde toezichthouder op dit gebied.

Overigens is de interpretatie ten aanzien van affiliate marketing niet alleen relevant voor finfluencers. Affiliate marketing kan ook spelen bij andere partijen, zoals platforms waarop auto's worden verhandeld kunnen worden en die reclame maken voor het financieringsmogelijkheden door een kredietaanbieder. Ook in die context zal de AFM de Beleidsregel kunnen hanteren om te bepalen of de reclame-uiting aan de kredietaanbieder kan worden toegerekend. In dat geval is de kredietaanbieder er dus verantwoordelijk voor dat de autohandelaar de specifieke kredietreclameregels op de website naleeft. Denk daarbij onder meer aan de krediettabel met verschillende verplichte informatie in de directe nabijheid van (bijvoorbeeld) een maandbedrag moet worden getoond, en het pictogram met de kredietwaarschuwing 'geld lenen kost geld' (waarover later meer).

3. Een algemene disclaimer is niet meer van deze tijd

De Beleidsregel ziet op alle vormen van informatieverstrekking, dus ook op reclame. De AFM wijst in de Beleidsregel (dit is overigens niet nieuw) op de definitie van reclame in de Wft:

"In de Wft staat dat een reclame-uiting iedere vorm van informatieverstrekking is die dient ter aanprijzing van of een wervend karakter kent ter zake van een bepaalde financiële dienst of een bepaald financieel product (artikel 1:1, Wft). Een uiting is wervend of aanprijzend als sprake is van een selectieve weergave van met name de positieve kenmerken van een financieel product. Dat naast positieve ook negatieve kenmerken worden genoemd, maakt dat niet anders."

5. Zie: 'De valkuilen bij finfluencers. AFM-verkenning naar de omgang met regels op het gebied van beleggersbescherming op sociale media', december 2021.

6. Vindplaats: verslaggeving.afm.nl/afm-20-jaar/samenmet-de-markt.

7. Een openbaar voorbeeld is afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2022/oktober/lod-plat.

8. Kamerbrief van 25 april 2024 betreffende ongewenste beïnvloeding van (jongere) consumenten bij het maken van financiële keuzes, met kenmerk 2024-0000241268.

9. Zie het voorstel voor de Omnibusrichtlijn, gepubliceerd onder 2023/0167 (COD), met daarin het voorstel voor een nieuw artikel 4(1)(66) en (67) MiFID II met daarin een definitie van 'marketing communication' en 'marketing strategy' waarin tot uitdrukking wordt gebracht dat ook indirecte marketing (dus bijvoorbeeld door middel van finfluencers) aan de beleggingsonderneming kan worden toegerekend. Opvallend in deze definities is dat voor de toerekening van uitingen door een derde, deze derde wel door de beleggingsonderneming moet worden betaald (geldelijk of niet-geldelijk).

10. Zie de bijlage bij de in voetnoot 7 genoemde kamerbrief, welke bijlage de volgende titel draagt: Eerste verkenning beleidsopties voor finfluencers.

Onder reclame wordt niet alleen verstaan een advertentie op televisie of in een landelijke krant. Het is een breed begrip, waar veel vormen van onverplichte informatieverstrekking onder vallen, ook als deze niet tot een groot publiek gericht zijn. Iedere uiting met een wervend karakter ten aanzien van een bepaalde financiële dienst of product valt eronder, ongeacht het communicatiekanaal of de kring van ontvangers.¹¹ In Nederland is misleidende reclame verboden. Daar zijn verschillende juridische kapstokken voor, waarvan artikel 4:19 lid 2 Wft een specifieke voor financiële ondernemingen is. De Wet oneerlijke handelspraktijken (meer specifiek artikel 6:193c BW) wordt ook geregeld als juridische basis gebruikt in dit verband. Deze regel is voor sales-afdelingen een grote uitdaging. Hoe kan je ervoor zorgen dat verleiding niet omslaat in misleiding? En hoe is het mogelijk ervoor te zorgen dat een reclame-uiting correct, duidelijk en volledig is?

De AFM schiet de markt hierbij te hulp in de Beleidsregel, die eerdere uitingen op dit gebied bundelt.¹² De uitleg van de AFM is met name terug te vinden in het bestaande hoofdstuk 2 en in het nieuwe hoofdstuk 8 van de Beleidsregel.¹³ Evenwichtigheid is daarbij het sleutelwoord. Niet alleen voordelen, maar ook kenmerkende beperkende voorwaarden en/of risico's moeten expliciet genoemd worden. En opnemen van een passage als 'beleggen kent risico's', zonder toelichting welke belangrijkste risico's dit betreft, vindt de AFM niet in overeenstemming met de norm dat informatie correct en duidelijk moet zijn. Datzelfde geldt voor het grafisch onduidelijk weergeven van de risico's (kleine letters, kleurgebruik). Ook wordt korte metten gemaakt met de jarenlange standaard praktijk om slechts op de laatste bladzijde van een document, of onderaan een webpagina, een vermelding van risico's op te nemen. Relevante, concrete risico's moeten dus goed zichtbaar in de nabijheid van genoemde voordelen worden opgenomen.

Verleiden mag, maar misleiden niet. Dat geldt ook voor reclame buiten de financiële markten, maar de lat voor sales-afdelingen van financiële ondernemingen ligt redelijk hoog door de steeds prominere

plaats die risicovermeldingen moeten krijgen in publicitaire uitingen. Een algemene disclaimer op de laatste slide van een beleggerspresentatie, of onderaan een website, is niet meer van deze tijd.

4. Onzinnige waarschuwingen moeten nog steeds worden gehanteerd

Een toezichthouder die – terecht – erg gespitst is op het voorkomen en, waar nodig, aanpakken van misleiding, heeft een voorbeeldfunctie. Het is mij daarom een groot raadsel waarom de AFM de handshoer nu nog steeds niet heeft opgepakt om de verplichte vrijstellingsvermeldingen voor diverse financiële ondernemingen te moderniseren.¹⁴ De AFM heeft zelf de mogelijkheid dit te doen, door aanpassing van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (Nrgfo). Het had zeer voor de hand gelegen de consultatie van de wijziging van de Beleidsregel te laten samengaan met een consultatie van wijzigingen van de Nrgfo op dit vlak.

Mijn kritiek is daarbij in de eerste plaats specifiek gericht op de verplichte vrijstellingsvermelding voor beheerders van beleggingsinstellingen die gebruik maken van de uitzondering op de vergunningplicht op grond van artikel 2:66a Wft. Het toezicht van de AFM op dit type beheerders is lichter dan een volledig vergunningregime, maar van enige vorm van toezicht is zeker sprake. Daarop heeft de AFM de sector in april 2021 zelf nog uitdrukkelijk op gewezen.¹⁵ Dit toezicht spitst zich in ieder geval toe op naleving van (i) de Wet oneerlijke handelspraktijken (ofwel: deugdelijke informatieverstrekking), (ii) integriteitswetgeving (de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme, of Wwft) en (iii) duurzaamheidswetgeving (de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en de Taxonomie Verordening). Zogenoemde 'light-beheerders' die zich niet enkel tot professionele beleggers richten, moeten op al hun marketing- en aanbiedingsmateriaal in een vast format melden: "Let op! U belegt buiten AFM-toezicht. Geen vergunningplicht voor deze activiteit.". Dit reflecteert niet hoe de vork daadwerkelijk in de steel zit. Hoe makkelijk is het om deze tekst aan te passen naar: "Let op! U belegt met beperkt AFM-toezicht. Geen vergunningplicht voor deze activiteit." Dat zou alle toezicht- en handhavingsactiviteiten van de AFM jegens light-beheerders in de afgelopen jaren bovendien veel meer eer aandoen.

De tweede merkwaardige verplichte vrijstellingsvermelding, betreft de kredietwaarschuwing: "Let op, geld lenen kost geld" in situaties waarbij er sprake is van een krediet zonder rente en andere kosten. Dat

11. Voor onverplichte informatieverstrekking door beheerders van beleggingsinstellingen, geldt zelfs de voorwaarde van een 'wervend karakter' niet. Dat blijkt uit de ESMA Richtsnoeren betreffende publicitaire mededelingen uit hoofde van hoofde van de verordening inzake de grensoverschrijdende distributie van fondsen (Document van 02/08/2021, ESMA34-45-1272 NL). Dat betekent dat bijvoorbeeld ook fact sheets onder die richtsnoeren vallen.

12. AFM 12 april 2022, 'Tekortkoming bij reclame van online brokers', vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2022/april/tekortkomingen-reclame-beleggen, en AFM 20 mei 2021, 'Beleggingsrisico's in reclame-uitingen onvoldoende belicht', vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/mei/risico-onvoldoende-belicht.

13. Hoofdstuk 8 richt zich formeel gezien enkel tot beleggingsondernemingen, maar de inhoudelijke uitleg van de norm om correcte, duidelijke en niet-misleidende informatie te verstrekken, kan eveneens worden toegepast op andere dienstverleners die zich tot beleggers richten.

14. Mijn eerdere oproepen hiertoe, voor het eerst publiekelijk in 2017, hebben helaas nog geen effect gesorteerd, zie ter illustratie onder meer R.E. Labeur, 'Wetgevingswens'. FR 2018, 7/8, p. 353 en 354.

15. Vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/sectorbrief-relevante-regelgeving-light-beheerders.

is bijvoorbeeld bij veel telecoaanbieders het geval. Het gaat om de situatie waarbij een telefoonabonnement met toestel wordt afgenomen, waarvan de koopsom kan worden voldaan in maandelijkse termijnen die gelijk met de abonnementskosten worden voldaan. Dit is een zogenaamd goederenkrediet, dat binnen de reikwijdte van de Wft valt. Nu er in de meeste gevallen geen rente en kosten worden gerekend bij dit krediet¹⁶, slaat de tekst van de verplichte kredietwaarschuwing nergens op. Deze is incorrect en daardoor onduidelijk en misleidend. Niet helemaal conform de norm van artikel 4:19 lid 2 Wft dus. Telecoaanbieders proberen dit op hun website aan hun klanten uit te leggen, vaak met deze tekst: “Wanneer je jouw nieuwe mobiele toestel gespreid betaalt, ga je eigenlijk een vorm van krediet aan. Ook al vragen we geen rente, we zijn verplicht om de waarschuwing: “Let op! Geld lenen kost geld” te tonen.”¹⁷ Dit is een vreemde gang van zaken. Nog daargelaten dat de AFM al in 2016 heeft geconcludeerd dat de kredietwaarschuwing geen kortetermijneffect heeft op het gedrag van consumenten, moet de kredietwaarschuwing op zijn minst correct zijn om nog enigszins serieus genomen te kunnen worden door consumenten. Er moet daarom worden voorzien in een eigen kredietwaarschuwing voor kosteloze kredieten, die bijvoorbeeld zo zou kunnen luiden: “Ook kosteloos krediet kent nadelen. Lees de voorwaarden.”

Kortom, ik kijk reikhalzend uit naar de consultatie van de Nrgfo, waarmee de bovenstaande voorzet wordt inschoten. Dan kan de AFM meteen de kleine discrepanties meenemen die bestaan tussen de ESMA Richtsnoeren betreffende publicitaire mededelingen uit hoofde van hoofde van de verordening inzake de grensoverschrijdende distributie van fondsen, zoals ten aanzien van het verstrekken van historisch rendement.¹⁸

5. Duurzaamheid als grote afwezige in deze Beleidsregel

Duurzaamheid is een belangrijk thema voor de AFM.¹⁹ Dat blijkt niet uit de Beleidsregel, waarin het woord zelfs nauwelijks voorkomt. Marktpartijen moeten erop bedacht zijn dat de AFM in specifieke leidraden en uitlatingen invulling geeft aan haar visie op wat niet misleidende, correcte en duidelijke

informatieverstrekking ten aanzien van duurzaamheidsaspecten is.²⁰ Omdat de AFM dit zelf niet in de Beleidsregel markeert, doe ik het bij deze vast. Het zou voor de markt prettig zijn als de AFM in de finale nieuwe Beleidsregel wel verwijzingen naar andere relevante uitingen over deugdelijke informatieverstrekking van zowel haarzelf als ESMA opneemt, want veel financiële ondernemingen zien door de bomen het bos niet meer.

De in oktober 2023 gepubliceerde Leidraad duurzaamheidsclaims is hier het meest directe voorbeeld van.²¹ In de Leidraad biedt de AFM handvatten om ten aanzien van duurzaamheidsclaims te voldoen aan de bestaande informatieverstrekkingnormen. De leidraad doet dit aan de hand van drie overkoepelende uitgangspunten: (i) juist, representatief en actueel; (ii) concreet en goed onderbouwd; en (iii) begrijpelijk, passend en vindbaar. In de leidraad zijn goed en bad practices opgenomen. Ook – of misschien wel juist – marktpartijen zonder duurzaamheidsambitie doen er goed aan zich rekenschap te geven van de leidraad. Zo wijst de AFM erop dat een marktpartij visueel een andere indruk kan wekken dan tekstueel, en dat het gebruik van bepaalde afbeeldingen dus tot misleiding kan leiden op duurzaamheidsgebied. Het concrete voorbeeld dat hierbij genoemd wordt, is dat van een marktpartij die groot op de hoofdpagina van haar website een afbeelding plaatst van een regenwoud. Tegelijkertijd blijkt dat deze marktpartij relatief veel belegt in palmolie en ondernemingen die regenwouden kappen voor de productie. Doordat de marktpartij de afbeelding van een regenwoud prominent op de hoofdpagina plaatst, kan een klant het beeld krijgen dat deze duurzaamheid en tegengaan van ontbossing als hoofdprioriteit heeft. De daadwerkelijke beleggingen van de marktpartij blijken hier echter haaks op te staan, aldus de AFM.

6. Waarde en gevaren van de Beleidsregel

De Beleidsregel geeft weer hoe de AFM open normen, zoals correct, duidelijk en niet-misleidend, interpreteert. Dat is belangrijk voor de markt, omdat dit het toezicht voorspelbaarder maakt. Daarnaast voorziet de Beleidsregel in een behoefte. Open normen zijn voor veel marktpartijen een worsteling, omdat ze niet goed weten wat er van hen wordt verwacht: ‘Wanneer is het goed genoeg voor de toezichthouder?’ Financiële ondernemingen vergeten daarbij soms dat ze niet moeten handelen uit angst voor een toezichthouder, maar ook zelf moeten nagaan wat er met de open norm wordt bedoeld. Soms is dat

16. Het is aan de telecoaanbieder (of hun financieringsmaatschappij) om dit desgevraagd aannemelijk te maken.

17. Zie kpn.com/mobiel-abonnement/toestelkrediet, maar bijvoorbeeld ook odido.nl/geld-lenen-kost-geld.

18. Zie hierover eveneens mijn bijdrage aan dit tijdschrift van twee jaar geleden: R.E. Labeur, ‘Wat valt op aan de ‘marketing’regels voor fondsbeheerders vanuit praktisch perspectief?’, *FR* 2022/5, p. 131.

19. Zie onder meer de AFM Agenda 2024, te raadplegen via afm.nl/nl-nl/over-de-afm/verslaglegging/agenda.

20. Ook ESMA doet hier een duiding in het zakje, zoals met het op 14 mei 2024 verschenen Final Report / Guidelines in funds’ names using ESG or sustainability related terms (ESMA34-472-440).

21. Vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/oktober/leidraad-duurzaamheidsclaims.

in mijn optiek niet zo onduidelijk als verontwaardigde marktpartijen wel eens stellen. Maar de Beleidsregel komt in ieder geval aan een onzekerheid van marktpartijen over de – volgens de AFM juiste – invulling van open normen tegemoet en biedt dus houvast.

Tegelijkertijd schuilt in die houvast het gevaar dat marktpartijen de Beleidsregel als een informatiebijbel gaan hanteren, waarin staat wat wel en niet mag, en daarover zelf niet meer echt nadenken. De toezichthouder zal ten aanzien van haar eigen Beleidsregel al snel dezelfde houding aannemen, waardoor het toezicht op een open norm de facto toch weer rule based wordt. Verwijzingen naar wat in de Beleidsregel staat in (in)formele maatregelen die wij in onze praktijk hebben zien langskomen, getuigen van dat gevaar.²² De keurige opmerking in het begin van de Beleidsregel dat de AFM in de praktijk altijd een casus specifieke beoordeling maakt, beschermt marktpartijen in de praktijk niet genoeg tegen de rule based benadering die er bij de AFM in kan sluipen.

De waarde van de Beleidsregel weegt naar mijn mening toch op tegen de gevaren. De gevaren kunnen worden gemitigeerd. Enerzijds door marktpartijen die zelfkritisch moeten zijn en logisch moeten blijven nadenken bij het opstellen van informatie voor klanten. Anderzijds door de AFM, die (nog) meer zou kunnen doen aan het ontwikkelen van feeling met de markt en het opleiden / aantrekken van redelijke(re), ervaren en kundige toezichthouders. Of dit budgettair gezien mogelijk is als gevolg van het nieuwe Hoofdlijnenakkoord van de nieuwe regering in wording, moet daarbij nog worden afgewacht.

22. Zie bijvoorbeeld p. 6 van dit besluit tot het opleggen van een last onder dwangsom, vindplaats: afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/september/lod-beleggingsinstelling.