

Wat valt op aan de 'marketing' regels voor fondsbeheerders vanuit praktisch perspectief?

Rondom het nieuws

mr. R.E. Labeur¹

Op 2 februari 2022 zijn de ESMA Richtsnoeren betreffende publicitaire mededelingen uit hoofde van de verordening inzake grensoverschrijdende distributie van fondsen van kracht geworden. De regels zijn van toepassing op alle vergunninghoudende beheerders van abi's en icbe's, en daarnaast ook op elke abi die is opgezet als EuVECA, EuSEF, ELTIF of MMF. De richtsnoeren staan in de markt ook wel bekend als de ESMA Marketing Richtsnoeren. De voorschriften zijn echter van toepassing op alle zogenoemde publicitaire uitingen. Dat begrip is niet beperkt tot publieke marketingcampagnes of ander wervend materiaal. Investor presentations of fact sheets moeten ook langs de lat van de enorm gedetailleerde richtsnoeren worden gelegd. Dit artikel bespreekt drie opvallende aspecten met betrekking tot de nieuwe 'marketing' regels. De auteur richt zich daarbij niet op de inhoudelijke kant van de richtsnoeren, maar bespreekt (i) de verwarring over de toepasselijkheid van de regels, (ii) de gebrekkige wijze van nakomen door de AFM tot dusver van haar eigen verplichtingen in verband met de richtsnoeren en (iii) de mate van detail in de richtsnoeren.

1. Inleiding

Voor fondsbeheerders gelden in Nederland al sinds jaar en dag toezichtrechtelijke reclameregels. Die zijn opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft), het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo), de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Nrgfo) en de Beleidsregel Informatieverstrekking (Beleidsregel Informatieverstrekking) van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).² Ook de Prospectusverordening³ bevat bepalingen over reclame-uitingen van uitgevende instellingen die daaronder vallen.

Aan dit raamwerk is sinds begin dit jaar vanuit Europa (heel) wat toegevoegd. Het betreft de 'ESMA Richtsnoeren betreffende publicitaire mededelingen uit hoofde van de verordening inzake grensoverschrijdende distributie van fondsen'⁴ die sinds 2 februari 2022 door de AFM in haar toezicht op beleggingsfondsen worden toegepast.⁵ Deze richtsnoeren staan in de markt ook wel bekend als de ESMA Marketing Richtsnoeren. De juridische grondslag hiervoor is de Verordening betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging⁶ (de **Verordening**), die al op 2 augustus 2021 in werking is getreden. Artikel 4 van deze Verordening bevat regels voor aan beleggers gerichte publicitaire mededelingen. De Verordening bevat vrij algemene regels, die voor de Nederlandse markt niet nieuw zijn. Denk aan het voorschrift dat alle verstrekte informatie correct, duidelijk en niet-misleitend mag zijn en geen afbreuk mag doen aan de verplichte informatie die is opgenomen in het informatiememorandum/prospectus. Deze normen waren in Nederland voorheen al opgenomen in artikel 4:19 Wft. Inmiddels geldt die nationale basis als gevolg van het nieuwe artikel 4:19 lid 4

1. Rosemarijn Labeur is advocaat bij Finnius in Amsterdam en redacteur van dit tijdschrift.
2. Een aantal van de reclameregels uit het BGfo en de Nrgfo, is niet van toepassing als sprake is van closed-end verhandelbare deelnemingsrechten. Deze marketingregels zijn namelijk uitsluitend van toepassing op complexe producten in de zin van het BGfo en voor zover het een verpakt retailbeleggingsproduct in de zin van de PRI-IPs Verordening (Verordening (EU) nr. 1286/2014) betreft (hieronder vallen in beginsel alle beleggingsinstellingen). Een complex product is, onder meer, een deelnemingsrecht in een beleggingsfonds (i) dat niet verhandelbaar is of (ii) dat op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa wordt ingekocht of terugbetaald (met andere woorden: open end). Hoewel een closed-end verhandelbaar fonds dus wel een verpakt retailbeleggingsproduct is, is het geen complex product. Dit betekent dat bepaalde gedetailleerde reclameregels niet van toepassing zijn.
3. Verordening (EU) 2017/1129.

4. Document van 02/08/2021 | ESMA34-45-1272 NL
5. Zie www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/oktober/richtsnoeren-reclame-uitingen-fondsen.
6. Verordening (EU) 2019/1156.

Wft niet meer voor fondsbeheerders, maar is de gelijklopende norm uit de Verordening rechtstreeks van toepassing. Tot zo ver niks nieuws onder de zon, behalve een technische wijziging. Maar in de ESMA Marketing Richtsnoeren zijn wel veel additionele regels opgenomen waar zogenoemde publicitaire uitingen over gereguleerde beleggingsfondsen aan moeten voldoen.⁷

Dit artikel bespreekt drie opvallende aspecten met betrekking tot de ESMA Marketing Richtsnoeren. Het betreft in de eerste plaats de ruime reikwijdte van de richtsnoeren, waar veel marktpartijen in eerste instantie niet op bedacht zijn. In de tweede plaats wordt de aandacht gevestigd op verplichtingen die de Verordening aan nationale toezichthouders oplegt, en waar de AFM zelf nog een stap te maken heeft. Tot slot wordt de mate van detail besproken van de ESMA Marketing Richtsnoeren. Voor de praktijk blijken deze punten erg relevant.

2. Een andere reikwijdte dan vaak gedacht

Niet alleen bij grensoverschrijdende distributie

De richtsnoeren zijn van toepassing op alle vergunninghoudende EU-beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) en van instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), en daarnaast ook op elke abi die is opgezet als EuVECA⁸, EuSEF⁹, ELTIF¹⁰ of MMF¹¹ (hierna kortweg beleggingsfondsen genoemd). Dat is echter niet iedere fondsbeheerder direct duidelijk. Zoals gezegd komen de ESMA Marketing Richtsnoeren voort uit de Verordening inzake de grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen. Daarom verkeerden veel Nederlandse fondsbeheerders die alleen op de Nederlandse markt gericht zijn aanvankelijk (en nu nog wel eens) in de veronderstelling dat zij niet door de regels zouden worden geraakt.

De richtsnoeren zijn dan juist weer niet van toepassing op grensoverschrijdende distributie door niet-EU beheerders in de lidstaten op basis van de zogenoemde *National Private Placement Regimes*. Ook vrijgestelde beheerders met een registratie op grond van artikel 2:66a Wft vallen buiten de reikwijdte van de richtsnoeren. Hier is dus geen gelijk speelveld gecreëerd, zoals dat bijvoorbeeld op andere fondsgerelateerde informatieverplichtingen wel het geval

is. Denk bijvoorbeeld aan de pre-marketingregels die de Nederlandse wetgever ook op niet-EU beheerders toepast, of aan de Verordening betreffende informatieverstrekking over duurzaamheid in de financiële dienstensector¹², die wel mede van toepassing is op zowel beheerders buiten de EU als op vrijgestelde beheerders.

Niet alleen voor wervend materiaal?

ESMA heeft de richtsnoeren gelanceerd als 'marketing guidelines'.¹³ De AFM refereert aan de richtsnoeren op haar website onder de aankondiging: 'Richtsnoeren voor reclame-uitingen voor fondsen per februari 2022'.¹⁴ Een dergelijke aankondiging doet vermoeden dat de ESMA Marketing Richtsnoeren alleen van toepassing zijn op wat in de Wft onder reclame wordt verstaan. Reclame in de zin van de Wft is 'iedere vorm van informatieverstrekking die dient ter aanprijzing van een financieel product¹⁵ of een wervend karakter kent'. Een uiting is volgens de AFM wervend of aanprijzend als sprake is van een selectieve weergave van met name de positieve kenmerken van een beleggingsfonds. Volgens de Beleidsregel Informatieverstrekking hanteert de AFM daarbij de maatstaf of de informatie de lezer probeert over te halen om te investeren in een beleggingsfonds. Als een marktpartij uitsluitend reclame maakt voor zichzelf als beheerder, is overigens geen sprake van een reclame-uiting. Dergelijke reclame ziet namelijk niet op een specifiek financieel product (een beleggingsfonds), maar uitsluitend op de beheerder en kwalificeert zodoende niet als reclame-uiting in de zin van de Wft.

Maar het is niet gezegd dat de term publicitaire mededeling in de zin van de ESMA Marketing Richtsnoeren gelijk loopt aan het begrip reclame als bedoeld in de Wft. In veel gevallen zal dit praktisch gezien niet zoveel uitmaken, maar er worden in de ESMA Marketing Richtsnoeren ook voorbeelden genoemd die op basis van het Nederlandse toezichtrechtelijke reclamebegrip niet snel in aanmerking zouden komen voor toepassing van de regels vanwege het ontbreken van een wervend karakter. Dat betreft dan met name de referentie aan factsheets en 'berichten die op een social media platform worden geplaatst, wanneer in deze berichten enkel wordt verwezen naar de kenmerken van een icbe of een abi, waaronder de naam van de icbe of abi'. Ook 'documenten of presentaties die door de [fondsbeheerder] publiekelijk beschikbaar worden gesteld op

7. Zie voor een bespreking van de inhoud hiervan B.T.B. Siemers, 'Nadere vereisten voor reclame over beleggingsfondsen', *TFR* 2021/10, p. 349-355.

8. EuVECA in de zin van Verordening (EU) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen.

9. EuSEF in de zin van Verordening (EU) No 346/2013 inzake Europese sociaalondernemerschapsfondsen.

10. ELTIF als bedoeld in Verordening (EU) 2015/760 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen.

11. MMF als bedoeld in Verordening (EU) 2017/1131 inzake geldmarktfondsen.

12. Verordening (EU) 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*).

13. Zie bijvoorbeeld het ESMA-persbericht van 21 mei 2021: "ESMA publishes guidance on fund's marketing communications": www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidance-funds%E2%80%99-marketing-communications.

14. Zie www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/oktober/richtsnoeren-reclame-uitingen-fondsen.

15. Een deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling valt onder de definitie van financieel product.

websites of andere plaatsen' zouden een wervend karakter kunnen ontberen, terwijl dit soort documenten wel onder de ESMA Marketing Richtsnoeren valt. Pre-marketing materialen vallen overigens niet onder de ESMA Marketing Richtsnoeren. De Richtlijn grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen en icbe's¹⁶ bevat wel bepalingen waaraan pre-marketing materiaal moet voldoen om als zodanig te kwalificeren.¹⁷

Het lijkt, gelet op het bovenstaande, een veilige benadering om in beginsel elke wettelijk onverplichte uiting waarin een beleggingsfonds wordt genoemd als publicitaire mededeling/reclame (ofwel: marketing materiaal) in de zin van de ESMA Marketing Richtsnoeren te beschouwen. Dat zou ook aansluiten bij de achtergrond van deze richtsnoeren volgens ESMA zelf. Volgens ESMA dachten sommige beleggers, voorafgaand aan de invoering van de richtsnoeren, geregeld dat een publicitaire mededeling een juridisch of toezichtrechtelijk verplicht document was. Zij zouden hun beleggingsbeslissing hierop baseren, zonder naar de echt relevante stukken te kijken. Op die manier zouden zij niet goed geïnformeerd zijn. Door ook voorschriften omtrent marketingcommunicatie te ontwerpen, moet voor beleggers duidelijk worden dat zij met marketing te maken hebben. ESMA gelooft dat beleggers hierdoor wél de relevante documenten gebruiken om hun beleggingsbeslissing op te baseren. Ook zorgt dit voor vergelijkbaarheid in de marketingcommunicatie van verschillende fondsbeheerders.¹⁸ Daarom is in de ESMA Marketing Richtsnoeren de verplichting tot het opnemen van de volgende disclaimer opgenomen: "Dit is een reclame. Raadpleeg het [prospectus van de [icbe/abi/EuSEF/EuVECA]/informatiedocument van de [abi/EuSEF/EuVECA] en [het document essentiële beleggersinformatie/het essentiële informatiedocument] (doorhalen wat niet van toepassing is)] voordat u een beleggingsbeslissing neemt".

Deze verplichte disclaimer is wat mij betreft minder passend wanneer het materiaal betreft dat niet als reclame in meer klassieke zin wordt gezien, zoals een webpage op de eigen website of een factsheet. In dat geval zou ik de disclaimer aanpassen, door het woord 'reclame' daarin te vervangen door een neutrale term, bijvoorbeeld door 'onverplichte uiting' of 'publicitaire mededeling'. Deze aanpassing zal geen inbreuk op de richtsnoeren opleveren, maar de belegger juist een beter beeld te geven van wat voor materiaal hij/zij voor zich heeft.

3. De AFM moet zelf ook nog een slag slaan

Verplichtingen voor nationale toezichthouders

De Verordening bevat ook verschillende opdrachten aan de nationale toezichthouders. In Nederland is dat op dit gebied de AFM. Ter bevordering van de transparantie en de beleggersbescherming, en van betere toegankelijkheid van de informatie over nationale en wettelijke bestuursrechtelijke bepalingen die van toepassing zijn op publicitaire mededelingen, moeten de nationale toezichthouders op grond van de Verordening de markt via hun website informeren over de toepasselijke regels betreffende het aanbieden van beleggingsfondsen. Dat moet in ten minste één taal die in de internationale wereld gebruikelijk is. Dan hebben we het dus praktisch gezien over een Engelstalig overzicht. De Verordening schrijft een 'volledig en actueel overzicht' voor met informatie en een samenvatting, zowel voor abi's als voor icbe's.¹⁹ Om ervoor te zorgen dat de informatie die de bevoegde autoriteiten moeten publiceren vergelijkbaar is, heeft de Europese Commissie in een uitvoeringsverordening templates²⁰ vastgesteld waarin de betreffende informatie over verhandeling in een bepaalde lidstaat moet worden gepresenteerd. Er zijn zowel templates voor de volledige overzichten als voor de samenvattingen. Er zijn daarnaast ook templates die moeten worden gebruikt voor de publicatie van toezichtvergoedingen en heffingen. ESMA onderhoudt vervolgens op aanwijzing van de Verordening een centrale databank waarin de voorgenoemde samenvattingen van elke bevoegde autoriteit in de lidstaten is opgenomen, alsmede de hyperlinks naar de websites van de lokale toezichthouders waar de informatie (de templates) is gepresenteerd.²¹ Het geheel is dus ontworpen als een gebruiksvriendelijk systeem voor marktpartijen.

Wat schort er nog aan?

Er schort op dit moment nog het een en ander aan de nakoming van de bovenstaande verplichtingen door de AFM. Het betreft grote en minder grote oneffenheden op het gebied van volledigheid en actualiteit. Daarvan geef ik hier geen uitputtend overzicht, maar wel een aantal voorbeelden op basis van het overzicht dat voor de verhandeling van abi's is opgesteld (hierna aangeduid als het **Overzicht**).²²

De gebreken op het gebied van volledigheid vallen in de categorie grotere gebreken. Artikel 5 van de Verordening beperkt de verplichting om een overzicht van verhandelingsvereisten voor vergunninghoudende beheerders in een lidstaat te publiceren

16. Richtlijn 2019/1160/EU.

17. Zie over pre-marketing C.J. Groffen, 'EU harmonisatie van pre-marketing en afmelding van beleggingsfondsen', FR 2021 1/2, p. 29-32.

18. ESMA Final Report: Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds, 27 mei 2021, p. 26-27 (hierna kortweg: **ESMA Final Report**). Zie ook: ESMA Consultation paper: Guidelines on marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds, 9 november 2020, randnummers 14-17.

19. Overweging 4 bij de Verordening en artikel 5 lid 2 Verordening.

20. Uitvoeringsverordening (EU) 2021/955.

21. Zie https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1576_-_publication_on_cross-border_distribution_of_funds.pdf.

22. Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepe n/aifm/aifm/nationale-verhandelingsvereisten>.

niet in territoriaal opzicht. De AFM brengt die beperking wel aan en waarschuwt op haar website dat 'de reikwijdte van het overzicht alleen ziet op de verhandeling in Nederland van abi's die hun zetel buiten Nederland hebben'.²³ Voor zover de AFM hiermee heeft willen aansluiten bij de gedachte dat het overzicht vooral voor grensoverschrijdende dienstverlening bedoeld zal zijn, gelet op de naamgeving van de Verordening, is de genoemde beperking tot niet-Nederlandse abi's wel erg selectief. Er zijn immers nog andere grensoverschrijdende scenario's te bedenken, zoals de niet-Nederlandse EU beheerder die een Nederlands beleggingsfonds in Nederland wil aanbieden. Bovendien klopt de eigen disclaimer van de AFM op haar website niet, want op sommige plekken in het Overzicht wordt wel degelijk de situatie gedekt waarin een niet-Nederlandse beheerder een abi (waar dan ook gevestigd) in Nederland wil aanbieden. Bijvoorbeeld waar artikel 1:13b Wft wordt genoemd. De informatievoorziening die door de AFM in het template is aangeleverd, is daarmee dermate onsamenhangend en schijnbaar willekeurig, dat het voor een marktpartij niet duidelijk zal zijn wat nu precies in diens situatie geldt. Dat geldt temeer nu de AFM in het Overzicht steeds hyperlinks opneemt naar wet- en regelgeving, wellicht met de bedoeling dat een marktpartij daarin verder precies kan opzoeken wat dan wel de regels zijn. Via de hyperlinks kom je echter niet bij het betreffende artikel uit, maar bij de betreffende bron (zoals de Wft, of het BGfo) in zijn totaliteit. Deze bronnen zijn alleen maar beschikbaar in het Nederlands. Een Nederlandse juridische expert zal hiermee goed uit de voeten kunnen, maar dat is niet de voornaamste doelgroep van dit Overzicht.

Volledigheid is ook ver te zoeken op het gebied van de marketingregels. Het Overzicht maakt er alleen melding van dat publicitaire mededelingen die met betrekking tot de abi aan beleggers wordt verstrekt op grond van de Verordening correct, duidelijk en niet misleidend moeten zijn. Dat de AFM de ESMA Marketing Richtsnoeren toepast in haar toezicht, wordt niet genoemd.²⁴ Kwalijker vanuit het oogpunt van volledigheid is nog, dat er geen enkele melding wordt gemaakt van de aanvullende nationale reclameregels, die gelden op basis van het BGfo, de Nrgfo en in zekere zin, de Beleidsregel Informatieverstrekking van de AFM. Het bestaan van die nationale reclameregels noemt de AFM overigens wel op haar website (waarnaar geen hyperlink is opgenomen in het Overzicht), maar slechts in zeer algemene zin.²⁵ Welke nationale reclameregels dat dan zijn, en welke regels voorgaan in geval van afwijkende voorschriften (bijvoorbeeld bij het verstrekken van informatie over historisch rendement) moet een marktpartij dus zelf

uitzoeken. Dat doet geen recht aan de doelstelling van de Verordening, die immers voor ogen heeft dat de nationale toezichthouders zorgen voor 'een betere toegankelijkheid van de informatie over nationale wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen die van toepassing zijn op publicitaire mededelingen'. Op het snijvlak van onvolledigheid en slordigheid benoem ik dat de AFM geen gebruik maakt van het template voor de publicatie van toezichtvergoedingen en heffingen, maar een afwijkend overzicht op haar website heeft opgenomen.²⁶

Verder is er een aantal pure slordigheden die storend zijn. Dat varieert van gebruikersonvriendelijke hyperlinks naar de AFM-website in de database van ESMA (allemaal verwijzend naar 'aifm', ook voor de AFM-webpages die gaan over icbe-gerelateerde informatie), tot aan informatie die niet langer actueel is. Zo staat in het Overzicht dat de EBI²⁷ per 1 januari 2022 wordt vervangen door het EID²⁸. Deze datum is echter eind vorig jaar naar achteren geschoven. Op 20 december 2021 zijn wijzigingen in het Official Journal²⁹ gepubliceerd met betrekking tot de PRIIPs Verordening³⁰ en het verplichte EID. Een van die wijzigingen betreft (wederom) een verlenging van de uitzondering voor retail abi's en icbe's om een EID op te stellen tot 1 juli 2022.

Al met al levert het Overzicht van de AFM een onjuist, onvolledig en rommelig beeld op. Misschien moeten de bovenstaande voorbeelden worden gezien als schoonheidsfouten bij het opstarten van een nieuw informatiesysteem, maar van de AFM mag wel verwacht worden dat deze omissies en oneffenheden binnenkort worden rechtgetrokken. Zeker nu de AFM op het gebied van volledige, juiste en duidelijke informatieverstrekking ook heel wat van marktpartijen verwacht.

De formele taal-eis sluit niet aan bij de praktijk

Het Overzicht bevat een opvallende insteek met betrekking tot de taal waarin de verplichte beleggersinformatie als bedoeld in artikel 23 AIFMD³¹ (het informatiememorandum) aan zowel professionele beleggers als niet-professionele beleggers moet worden verstrekt. De AFM geeft aan dat zij dit in de Nederlandse taal verwacht. Deze eis is, zeker voor beleggingsfondsen in de (semi-)professionele beleggersmarkt, een wassen neus. Het is immers niet goed voorstelbaar dat de AFM daadwerkelijk een internationaal opererende EU-beheerder die actief is op de institutionele markt zal vragen het Engelstalige informatiememorandum naar het Nederlands te vertalen. Dat gebeurt in de praktijk gelukkig ook niet

23. Zie www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/nationale-verhandelingsvereisten.

24. Op grond van alinea 4 van de ESMA Marketing Richtsnoeren moeten nationale bevoegde autoriteiten aan ESMA aangeven of ze voornemens zijn de richtsnoeren te volgen. Dat is dus geen automatisme.

25. Zie voetnoot 13.

26. Zie www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/kosten-heffingen.

27. Essentiële Beleggers Informatie.

28. Essentiële Informatie Document.

29. Zie eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX.

30. Verordening (EU) nr. 1286/2014.

31. Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

bij fondsmeldingen. Dan lijkt de AFM zich wel gewoon rekenschap te geven van de markt waarop de beheerder zich begeeft en Engelstalige informatiememoranda te accepteren.

Overigens wordt in het Overzicht niet benoemd in welke taal de AFM publicitaire mededelingen toestaat. Op basis van de gebruikelijke marktpraktijk, lijkt dat Engels en Nederlands te zijn, net als de praktijk voor de verplichte beleggersinformatie. Richtsnoer 17 van de ESMA Marketing Richtsnoeren biedt mijns inziens voldoende grondslag om op basis van die gebruikelijke marktpraktijk aan te nemen dat de AFM met Engelstalige publicitaire mededelingen akkoord gaat, nu daarin wordt gesteld: "De publicitaire mededeling dient te zijn opgesteld in de officiële talen, of in één van de officiële talen, die worden gebruikt in het deel van de lidstaat waar het fonds wordt verspreid, of in een andere taal die door de bevoegde nationale autoriteiten van die lidstaat wordt aanvaard." [onderstreping auteur]. In het geval van de AFM gaat het dan om impliciete aanvaarding. Zo'n impliciete aanvaarding heeft ESMA vast niet bedoeld, maar het is wel de meest praktische, en ook noodzakelijke benadering op dit moment voor de Nederlandse markt.

4. Mate van detail

Tot slot valt op dat er vanuit Europa wel voor een erg grote mate van detail is gekozen op het gebied van regels voor publicitaire mededelingen. De ESMA Marketing Richtsnoeren stellen zich niet alleen ten doel om de aard van de publicitaire mededeling te verduidelijken door het gebruik van een vaste disclaimer (zie hierboven), maar proberen ook de inhoud van dergelijke uitingen in grote mate te beheersen. Het resultaat is 61 alinea's met aanwijzingen over wat wel en niet mag en moet worden opgenomen in dergelijke uitingen. Het is mij niet goed duidelijk waarom ESMA, in opdracht van de Europese Commissie, ten aanzien van reclame-uitingen deze vorm van micro-management op de inhoud nodig acht. *Rule based* past beter bij verplichte informatieverplichtingen dan bij onverplichte marketing materialen. De verklaring die ESMA zelf heeft gegeven is dat voorschriften omtrent marketingcommunicatie zorgen voor vergelijkbaarheid in de marketingcommunicatie van verschillende fondsbeheerders. Het prominent in beeld brengen van de risico's en voordelen helpt volgens ESMA eveneens mee in het kader van beleggersbescherming. Hierdoor wordt het voor hen makkelijk(er) de verschillende fondsen te vergelijken. Ook brengt dit mee dat beleggers hun keuze niet op overoptimistische informatie baseren.³²

Dat vergelijkbaarheid belangrijk is bij verplichte informatieverstrekking, zoals een informatiememorandum, vind ik goed te volgen. Dat reclamemateriaal ook een mate van standaardisatie en volledigheid krijgt opgelegd, vind ik minder voor de hand liggend. Is het niet juist de essentie van reclame dat een

marktpartij zichzelf op een onderscheidende manier in de kijker speelt en is reclame naar haar aard niet juist minder evenwichtig? Een beter alternatief was naar mijn mening geweest te volstaan met enkele basisregels ten aanzien van (i) duidelijkheid over het commerciële oogmerk van de uiting, (ii) geen misleiding, (iii) benoemen dat er risico's bestaan, en (iv) de vindbaarheid van volledige informatie over risico's en kosten. Voor de meest relevante doelgroep van de richtsnoeren – dat zullen marketing en sales afdelingen zijn – zou een presentatie van de belangrijkste do's en don'ts in tabelvorm meer effect kunnen sorteren dan het klassieke 'pak papier' waarvoor nu is gekozen. Die vorm had ook goed gepast bij wat ESMA zelf graag zou zien in een reclame over een beleggingsfonds: "Een goed voorbeeld van hoe risico's en voordelen op een even opvallende manier kunnen worden gepresenteerd, is door ze in een tabel met twee kolommen te presenteren of door ze samen te vatten in een lijst waarin de risico's en de voordelen op één enkele bladzijde duidelijk van elkaar worden onderscheiden."³³

5. Besluit

De nieuwe ESMA Marketing Richtsnoeren en de Verordening zijn nog niet zo lang van kracht. Het betreft een uitvoerige set aan zeer gedetailleerde regels, die bovenop de reeds bestaande nationale reclameregels komen. Het is logisch dat marktpartijen hun weg er nog in moeten vinden, en willen aftasten in hoeverre *peers* hun onverplichte uitingen aan beleggers zullen aanpassen aan de hand van de nieuwe richtsnoeren. Tegelijkertijd is een te afwachtende houding niet raadzaam. Het toezichtrisiko lijkt relatief hoog, nu de AFM in haar Agenda 2022 aangeeft blijvende aandacht te hebben voor reclame-uitingen.³⁴ Dat ligt ook in lijn met de verplichting die op grond van artikel 8 lid 1 van de Verordening op de AFM rust om periodiek, voor het eerst op uiterlijk 31 maart 2021 en vervolgens om de twee jaar, een beschrijving van de vaakst voorkomende inbreuken van de Europese marketingregels aan ESMA te verstrekken. Daarvoor zal de AFM data moeten verzamelen, en dus inbreuken in de gaten moeten houden.

Maar niet alleen marktpartijen moeten alert zijn op de nieuwe voorschriften. Ook de AFM moet zich nog verder aanpassen aan de nieuwe situatie, waarin van haar meer en betere guidance verwacht wordt dan ze op dit moment biedt. Werk aan de winkel dus voor alle betrokkenen.

33. Alinea 13 van de ESMA Marketing Richtsnoeren.

34. AFM Agenda 2022, p. 16 en p. 18.

32. ESMA Final Report, p. 28-29.