

# Nadere vereisten voor reclame over beleggingsfondsen

mr. drs. B.T.B. Siemers<sup>1</sup>

**Vanaf 2 augustus 2021 gelden nadere regels over grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen. Vanaf 3 februari 2022 gelden ook strengere regels over de inhoud van reclame.**

## 1. Inleiding

Vanaf 2 augustus 2021 gelden de regels over grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen<sup>2</sup> opgenomen in de Verordening betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging (hierna: Verordening).<sup>3</sup> Vanaf die datum moeten de lidstaten ook de bepalingen uit de Richtlijn met betrekking tot de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging (hierna: Richtlijn) toepassen.<sup>4</sup> Dit heeft Nederland overigens niet gehaald aangezien de wet ter implementatie van de Richtlijn op dit moment nog voorwerp is van behandeling in de Tweede Kamer.<sup>5</sup> Formele toepassing van de Richtlijn door Nederland laat dus nog even op zich wachten.<sup>6</sup>

De achtergrond van de nieuwe regels is de versnipperde regelgeving omtrent marketing van beleggingsfondsen binnen de EU. Dit betreft onder meer de vraag wanneer wel of niet sprake is van marketing en op welke wijze marketing in andere lidstaten

kan worden beëindigd. De Richtlijn en de Verordening beogen dit verder te harmoniseren.

Ter uitwerking van de regels over reclame in de Verordening heeft de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (hierna: ESMA) op 2 augustus 2021 definitieve richtsnoeren (hierna: Richtsnoeren) gepubliceerd.<sup>7</sup> Deze Richtsnoeren zijn van toepassing vanaf zes maanden na publicatie en dus vanaf 3 februari 2022.<sup>8</sup> Partijen en toezichthouders kunnen zich de komende maanden alvast op deze regels voorbereiden. In dit artikel bespreek ik de Richtsnoeren en de gevolgen daarvan voor de (reclame)praktijk. Ik laat andere onderwerpen uit de Richtlijn en de Verordening grotendeels onbesproken.<sup>9</sup>

## 2. Bestaande regels

Nederlands recht kent op dit moment al bepaalde regels voor reclame over beleggingsfondsen zoals artikel 4:19 Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft), artikel 52 en 55 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: BGfo) en hoofdstuk 2 Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Nrgfo). Zie hiernaast ook de uitleg van de AFM in de Beleidsregel Informatieverstrekking van 3 december 2018 (hierna: Beleidsregel).

Ook bestaan er op dit moment (recentere) reclameregels die van toepassing zijn op aanverwante sectoren zoals beleggingsondernemingen. Deze laatste regels

1. Bastiaan Siemers is advocaat bij Legaltree te Rotterdam.
2. Ik spreek over beleggingsfondsen en beheerders van beleggingsfondsen waarmee ik (beheerders van) beleggingsinstellingen en icbe's bedoel, tenzij anders vermeld.
3. Verordening (EU) 2019/1156 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging en houdende wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 345/2013, (EU) nr. 346/2013 en (EU) nr. 1286/2014.
4. Richtlijn (EU) 2019/1160 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 tot wijziging van Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU met betrekking tot de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging.
5. Zie de Wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van Richtlijn (EU) 2019/1160 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 tot wijziging van Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU met betrekking tot de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging (PbEU 2019, L 188) (Wet implementatie richtlijn grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen en icbe's), *Kamerstukken II* 2020/2021, 35 858, nr. 2.
6. Dat laat onverlet dat vanaf 2 augustus 2021 wel sprake dient te zijn van richtlijnconforme interpretatie van de bestaande – nog niet aangepaste – Nederlandse wetgeving.

7. Richtsnoeren betreffende de publicitaire mededelingen uit hoofde van de verordening inzake de grensoverschrijdende distributie van fondsen, ESMA34-45-1272, te vinden op [esma34-45-1272\\_guidelines\\_on\\_marketing\\_communications\\_nl \(3\).pdf](#).
8. Aannemende dat de AFM de Richtsnoeren integraal zal naleven. De AFM heeft de mogelijkheid om binnen twee maanden na officiële publicatie aan te geven dit niet (geheel) te zullen doen.
9. Zie daarvoor onder meer de eerdere bijdragen van E. Kempenaar en L.S. Engelen, Gewenste duidelijkheid in het Europese kader voor grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen, FR 2019, nr. 12, p. 615 – 622 en C.J. Groffen, EU harmonisatie van pre-marketing en afmelding van beleggingsfondsen, FR2021, nr. 1/2, p. 29 – 32.

hebben mede tot de Richtsnoeren geleid: de Richtsnoeren zijn namelijk deels geïnspireerd op artikel 44 MiFID II Gedelegeerde Verordening.<sup>10</sup> Op sommige punten gaan de Richtsnoeren verder. Tegen de achtergrond van deze bestaande regels rijzen vragen over verschillen tussen de bestaande en nieuwe regels en in hoeverre bestaande Nederlandse regels kunnen blijven bestaan. Ik kom hier verder op terug.

### 3. Nieuwe reclameregels

#### 3.1. Reikwijdte

De reclameregels in de Richtsnoeren zijn een uitwerking van de Verordening. De Verordening is uitgangspunt voor overkoepelende aspecten, zoals de vraag wie deze reclameregels moeten naleven en wie niet. Op grond van de Verordening is de werkingsfeer beperkt tot beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen en icbe-beheermaatschappijen (beheerders van een icbe) met een vergunning en als zodanig geregistreerde EuVECA-beheerders en EuSEF-beheerders.<sup>11</sup> Dit zijn allemaal partijen met een vergunning van, of een registratie bij, de bevoegde EU toezichthouder.<sup>12</sup> Dat leidt tot de ogenschijnlijk wat vreemde consequentie dat alleen beheerders met een vergunning of registratie in de EU, deze regels moeten naleven en beheerders van buiten de EU zonder vergunning of registratie niet. Daarmee lijkt er een ongelijk speelveld te ontstaan. Kleine, uitgezonderde beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen vallen overigens buiten de reikwijdte van de reclameregels op grond van de Verordening.<sup>13</sup>

10. Verordening (EU) nr. 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/64/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn.

11. Artikel 2 Verordening.

12. Voor beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen blijkt dit uit de Verordening (artikel 3 sub b). Voor icbe-beheermaatschappijen volgt dit uit de Verordening (artikel 3 sub h) in combinatie met artikel 2, eerste lid, onder c en artikel 6 icbe-richtlijn (Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten). Zie voor EuVECA beheerders artikel 2, eerste lid jo. artikel 3 sub a EuVECA Verordening (Verordening (EU) nr. 345/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen) en voor EuSEF beheerders artikel 2, eerste lid, jo. 3, eerste lid, onder a EuSEF Verordening (Verordening (EU) nr. 346/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese sociaalondernemersfondsen). Ik neem daarbij aan dat hetzelfde zal gelden voor ELTIFs (Europese langetermijnbeleggingsinstellingen) en geldmarktfondsen (zie artikel 1 sub a van de betreffende verordening) en geldmarktfondsen (zie artikel 1, eerste lid, sub a van de betreffende verordening) aangezien dit ook beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen of icbe-beheermaatschappijen zijn.

13. Zie artikel 2 jo. artikel 3 sub b Verordening.

#### 3.2. Algemeen

De Richtsnoeren zijn een uitwerking van de hoofdregels uit artikel 4 Verordening dat (i) reclame als zodanig herkenbaar dient te zijn, (ii) de voordelen en risico's even opvallend worden beschreven en (i-ii) dat alle reclame correct, duidelijk en niet-misleitend moet zijn. Op deze punten vindt derhalve uitwerking plaats.

Aanvullend nationaal recht blijft toegestaan voor zover dit in overeenstemming is met de relevante Europese regelgeving.<sup>14</sup>

#### 3.3. Wat is reclame?

De Richtsnoeren beginnen met een niet uitputtende opsomming van wat wel en niet als reclame heeft te gelden.<sup>15,16</sup> Er is geen sprake van een echte definitie. Hoewel de opsomming een hoop duidelijk maakt, zou een definitie behulpzaam zijn geweest, bijvoorbeeld voor toekomstige nieuwe ontwikkelingen op het gebied van informatie-uitwisseling. Volgens ESMA zou een definitie haar mandaat echter te buiten gaan, omdat ESMA slechts is opgedragen om de vereisten voor reclame te verduidelijken en niet om aan te geven wat wel en niet reclame is. Daar heeft ESMA gezien de formulering van artikel 4, eerste en zesde lid, Verordening wel een punt. Een definitie moet dus van de Europese wetgever komen.

Uit de opsomming kan worden opgemaakt dat reclame betrekking moet hebben op een beleggingsfonds of karakteristieken daarvan. Het medium door middel waarvan reclame wordt gemaakt, is niet relevant. Zowel papieren als elektronisch beschikbaar gestelde informatie en documentatie kan reclame zijn. Ook het type informatie en documentatie is niet relevant. Artikelen, persberichten, interviews, advertenties, webpagina's, (video en live) presentaties en radioberichten gelden als voorbeelden. Ook informatie en berichten op sociale media kunnen als reclame gelden. Sociale media worden omschreven als technologieën die sociale interactie en gezamenlijke inhoud (*content*) online mogelijk maken, zoals Twitter, LinkedIn, Facebook, Instagram, TikTok, Youtube en Discord, en (online) toegankelijke discussiefora. De vraag rijst of puur mondelinge reclame (mond-op-mond reclame) reclame in de zin van de Richtsnoeren en de Verordening is. Voor een enkele korte opmerking geldt dat wellicht nog niet,

14. Zie artikel 2 Richtsnoeren.

15. Ik spreek voor het gemak over reclame. De Verordening heeft het strikt genomen over publicitaire mededelingen (in het Engels: *marketing communications*). Eerder werd in het kader van de implementatie van MiFID II aangegeven dat het MiFID II-begrip publicitaire mededeling en het Wft-begrip reclame-uiting, overeenkomen, zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31 086, nr. 3, p. 119.

16. Vergelijk in dit verband ook de Beleidsregel die eveneens werkt met een niet-limitatieve opsomming, respectievelijk uitleg.

maar een mondelinge bespreking waarin diverse aspecten van een beleggingsfonds worden toegelicht is dat naar alle waarschijnlijkheid wel, althans ik zie niet in waarom dat niet zo zou moeten zijn.<sup>17</sup>

Het maakt voor de kwalificatie reclame niet uit of reclame gericht is aan bepaalde beleggers of aan het publiek als zodanig, bijvoorbeeld door plaatsing op een website, en evenmin is relevant of reclame gericht is aan investeerders in de thuisstaat of aan investeerders elders in de EU. Dat laatste betekent overigens dat reclame die puur gericht is aan investeerders buiten de EU, geen reclame is in de zin van de Richtsnoeren en daarmee de Verordening en dus niet aan de nieuwe regels, hoeft te voldoen. Dat is ook wel logisch: EU recht beoogt in de regel activiteiten buiten de EU niet te reguleren.<sup>18</sup> Het maakt voor de kwalificatie van reclame ook niet uit of reclame zelf is gegenereerd: ook informatie van derden die door een beheerder voor reclamedoeleinden wordt gebruikt, is reclame in de zin van de richtsnoeren. Omgekeerd zou je wellicht verwachten dat informatie die door een beheerder aan derden ter beschikking is gesteld met het oog op wervende activiteiten door die derden, ook als reclame heeft te gelden, maar dat is niet het geval.<sup>19</sup>

Uitgezonderd van het concept reclame zijn wettelijke voorgeschreven documenten omtrent een beleggingsfonds zoals het prospectus, de essentiële beleggingsinformatie of het essentiële informatiedocument en de (half)jaarlijkse rapportages. Ook de documentatie die vereist is om een beleggingsfonds op te richten zoals de statuten of voorwaarden, alsmede berichten aan aandeelhouders en participanten, gelden niet als reclame. Informatie door of over een beheerder die geen betrekking heeft op een beleggingsfonds is ook geen reclame, tenzij er sprake is van een beheerder die slechts één of een enkel beleggingsfonds beheert en uit de informatie van die beheerder impliciet het betreffende beleggingsfonds kan worden afgeleid.<sup>20</sup>

- 
17. Ook tijdens de consultatie van de Richtsnoeren is de suggestie gedaan om te verduidelijken in hoeverre mondelinge mededelingen reclame zijn, maar dit is (vooralsnog) niet overgenomen. Dat laat onverlet dat mondelinge mededelingen reclame kunnen zijn.
18. In dit verband is overigens de vraag of Nederlandse beheerders op grond van artikel 1:17 Wft bij online reclame die beperkt is tot partijen buiten de EU, de regels van de Richtsnoeren na dienen te leven.
19. De eerdere consultatieversie van de Richtsnoeren bevatte wel een suggestie in deze richting, maar de verantwoordelijkheid van beheerders voor zogeheten *third-party distributors* werd te vergaand gevonden als gevolg waarvan deze suggestie werd geschrapt.
20. Vergelijk in dit verband de uitleg ten tijde van de introductie van de Wft waarin werd aangegeven dat "informatie die uitsluitend tot doel heeft om naamsbekendheid te bewerkstelligen of te vergroten, zoals shirt- en gevelreclame, of die bedoeld is om een feitelijke mededeling te doen, zoals een adreswijziging, [...] niet onder het begrip reclame-uiting [valt]", *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 378 jo. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 507, nr. 3, p. 71-72. Zie ook de Beleidsregel, p. 7.

Tot slot, en niet onbelangrijk, geldt dat alle informatie die in het kader van pre-marketing wordt verspreid, niet heeft te gelden als reclame.

Tegen de achtergrond van het begrip reclame-uiting uit de Wft (iedere vorm van informatieverstrekking die dient ter aanprijzing van of een wervend karakter kent ter zake van een bepaalde financiële dienst of een bepaald financieel product), lijkt de nieuwe uitleg van reclame voor wat betreft beleggingsfondsen niet wereldschokkend. Wellicht zit de nuance deels in het doel van de uiting. De Wft vereist aanprijzing of een wervend karakter.<sup>21</sup> Sommige voorbeelden uit de Richtsnoeren spreken ook over adverteren en kennen daarmee (impliciet) een wervend doel, terwijl dit voor andere voorbeelden niet geldt zoals bij berichten op sociale media die een kenmerk van een beleggingsfonds noemen. Of dit voor de uitleg in de praktijk veel uitmaakt, vraag ik mij af.<sup>22</sup>

### 3.4. Kenbaarheid van reclame

Een belangrijk onderdeel van de nieuwe regels vormt de regels over kenbaarheid van reclame en de verplicht te gebruiken waarschuwingsteksten. Deze regels gaan verder dan de op dit moment geldende regel dat reclame als zodanig herkenbaar dient te zijn.<sup>23</sup> Ter uitwerking van de eerste hoofdregel dat reclame als zodanig herkenbaar dient te zijn, dient alle reclame voldoende informatie te bevatten waaruit duidelijk wordt dat er sprake is van reclame en niet van een overeenkomst of voorgeschreven document. Dit kan worden bereikt door opname van de woorden "reclame" (althans "*marketing communication*") of "#reclame" voor online uitingen. In dat geval is er volgens de Richtsnoeren sprake voldoende herkenbaarheid. De Richtsnoeren schrijven daarnaast voor dat reclame een waarschuwing bevat die duidelijk in de reclame wordt vermeld en als volgt luidt:

*"This is a marketing communication. Please refer to the [prospectus of the [UCITS/AIF/EuSEF/EuVECA]/information document of the [AIF/EuSEF/EuVECA] and to the KIID/KID] (delete as applicable) before making any final investment decisions."*

Voor korte online uitingen is het toegestaan om deze waarschuwing niet op te nemen zolang wel de

- 
21. Vergelijk in dit verband ook de Beleidsregel, p. 7.
22. De vraag zou kunnen rijzen of de definitie in de Wft te beperkt is. Dat hangt onder meer af van de drempel die wordt gehanteerd voor de kwalificatie van een aanprijzing of een wervend karakter. Als die drempel laag wordt gelegd, lijken de beide definities grotendeels overeen te komen. Mocht dat niet zo zijn, dan is de uitleg uit de Richtsnoeren leidend en zal de (beperktere) Wft-definitie in dit verband moeten worden genegeerd.
23. Zie artikel 4:19, derde lid, Wft. Zie ook artikel 55 BGfo voor enkele aanvullende eisen.

woorden [#]MarketingCommunication worden opgenomen. Voor alle reclame is dus een bepaalde waarschuwing vereist die afhankelijk is van de omvang van de reclame.<sup>24</sup> Nu zijn we dit in Nederland in algemene zin wel gewend, in die zin dat wij ook al jaren voor bepaalde informatie de wildwestbordjes van de AFM kennen en dat voor reclame over beheerders of beleggingsinstellingen ook al bepaalde specifieke eisen gelden.<sup>25</sup> In zoverre is dit een nieuw voorbeeld van een dwingend voorgeschreven waarschuwing waar rekening mee moet worden gehouden. In speciale gevallen zijn aanvullende waarschuwingsteksten vereist. Zie nader onder 3.7.

### 3.5. Karakter van reclame

De derde hoofdregel uit artikel 4 betreft het correcte, duidelijke en niet-misleidende karakter van reclame. Volgens de Richtsnoeren valt dit uiteen in (i) geschiktheid en (ii) consistentie van informatie en (iii) een goede beschrijving van de kenmerken.

Wat betreft geschiktheid geldt dat reclame moet aansluiten bij de doelgroep; voor professionele beleggers gelden andere eisen dan voor niet-professionele beleggers. In het laatste geval moet woordgebruik en terminologie van technische aard worden vermeden. Daarbij dient de juiste taal te worden gebruikt, dat wil zeggen de taal die wordt gebruikt in (het deel van) de lidstaat waar de reclame wordt gemaakt of een andere taal die door de bevoegde autoriteiten in die lidstaat wordt aanvaard. Hier ligt dus de mogelijkheid voor de AFM om aan te geven in welke gevallen het Nederlands moet worden gebruikt.<sup>26</sup>

Reclame moet ook consistent zijn met (de informatie in de) andere (verplichte) documentatie zoals het prospectus of informatiedocument, de statuten en voorwaarden van het beleggingsfonds, de essentiële beleggersinformatie of het essentiële informatiedocument<sup>27</sup>, informatie op de websites van de beheerders en de (half-)jaarlijkse rapportages. Dit spreekt

voor zich. Uiteenlopende informatie is immers onduidelijk en mogelijk niet correct of zelfs misleidend. Deze regel is als zodanig niet nieuw want artikel 4:19, eerste lid, Wft kent ook de regel dat verstrekte of ter beschikking gestelde informatie, waaronder reclame, geen afbreuk mag doen aan de ingevolge de Wft te verstrekken of beschikbaar te stellen informatie.<sup>28</sup>

Als kenmerken van een beleggingsfonds worden beschreven, gelden aanvullende eisen. Dat zal vaak het geval zijn, wellicht behoudens situaties waarin slechts de naam van een beleggingsfonds wordt geadvertiseerd. Indien kenmerken worden genoemd moet de informatie actueel worden gehouden en moet de omvang van de informatie proportioneel en voldoende informatief zijn. Het is op het eerste gezicht vreemd dat de proportionaliteit voor wat de omvang alleen zou gelden wanneer kenmerken van een beleggingsfonds worden genoemd. Dit lijkt eerder een algemene regel die voor alle reclame zou moeten gelden. Waarschijnlijk is de gedachte dat dit met name speelt bij langere reclame waarin kenmerken worden genoemd en niet bij korte reclame zonder kenmerken.

Voldoende informatief betekent onder meer dat reclame voldoende informatie moet bevatten om de genoemde kenmerken te begrijpen (zonder overbodige kruisverwijzingen). Te allen tijde moet een korte omschrijving van het beleggingsbeleid en het type beleggingen worden opgenomen. De Richtsnoeren zijn niet helemaal duidelijk over de vraag in hoeverre als er kenmerken worden genoemd, ook alle relevante kenmerken moeten worden genoemd (vergelijk de vereisten die de Richtsnoeren stellen aan informatie over risico's). Dit zal nader moeten blijken.

Van belang is dat bepaalde kenmerken onder omstandigheden duidelijk moeten worden gemaakt. Zo moet reclame voor niet-professionele beleggers met kenmerken van een beleggingsfonds duidelijk maken dat de belegging aandelen of participaties in een beleggingsfonds betreft en (dus) niet in de onderliggende waarden die door het beleggingsfonds worden gehouden. Aangezien dit alleen verplicht is bij reclame met kenmerken van een beleggingsfonds, lijkt dit korte, algemene reclames niet in de weg te staan. Denk aan reclameslogans zoals "Beleg nu in het XYZ fonds!" Zodra echter bijzonderheden van een beleggingsfonds worden genoemd, lijkt deze extra informatie vereist. Bijvoorbeeld bij reclame zoals "Beleg nu in Europees woningvastgoed via het XYZ fonds!". Een korte, te specifieke reclameboodschap kan dit vereiste dus al van toepassing doen zijn.

Als er sprake is van *leverage* moeten de gevolgen daarvan voor de potentiële rendementen en risico's

24. Daarbij zou je kunnen zeggen dat als de uitgebreidere waarschuwingstekst wordt opgenomen, het overbodig lijkt om ook nog de kortere verwijzing naar de status van reclame, op te moeten nemen. Dit lijkt ook de gedachte achter de regel voor korte online uitingen.

25. Artikel 2:74 Wft jo. artikel 2:1 Nrgfo jo. Bijlage 1.1 – 1.3. Voor reclame over beheerders of beleggingsinstelling zie bijvoorbeeld artikel 55 BGfo.

26. Vergelijk de taalregeling uit artikel 7 Verordening over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (EU/1286/2014) (hierna: PRIIPs). Artikel 49 BGfo kan vermoedelijk niet in de huidige vorm in stand blijven voor zover het reclame binnen het toepassingsgebied van de Verordening en Richtsnoeren betreft. De taalkeuzes gebaseerd op instemming van de belegger (sub a) en ander toepasselijk recht (sub b) lijken immers niet in overeenstemming met de Richtsnoeren.

27. Zie ook artikel 9 PRIIPs,

28. Vergelijk ook de norm uit artikel 46, vijfde lid, MiFID II Gedelegeerde Verordening 2017/565 waarin wordt gesproken over informatie die "in overeenstemming" moet zijn.

worden verduidelijkt. Ook wordt aanbevolen dat bepaalde verduidelijkingen wat betreft het type beleggingsfonds worden gehanteerd, zoals de aanduiding "passief" of "niet actief beheerd" voor index volgende beleggingsfondsen, "actief" en "actief beheerd" voor actief beheerde beleggingsfondsen. Actief beheerde beleggingsfondsen wordt daarbij aangeraden duidelijk te maken in hoeverre zij vrijheid ten opzichte van de benchmark hanteren of dat zij geen benchmark hanteren.<sup>29</sup>

Een belangrijk vereiste is daarnaast nog dat als er sprake is van korte reclame, zoals reclame op sociale media, de reclame zo neutraal mogelijk moet zijn en door middel van een link moet aangeven waar nadere informatie beschikbaar is. Met name het neutrale karakter van dergelijke reclame lijkt een aandachtspunt. Dit lijkt te impliceren dat een wervend karakter op sociale media lastiger wordt. Hiervoor kwam onder 3.3 reeds aan bod dat de uitleg van het begrip reclame niet expliciet uitgaat van een aanprijzend of wervend karakter zoals de huidige definitie van reclame-uiting in de Wft nog wel doet. In zoverre is dit neutrale karakter dus te verklaren; ook reclame met een neutraal karakter kan nog steeds reclame in de zin van de Verordening en de Richtsnoeren zijn, ook al zou dit geen reclame-uiting in de zin van de Wft zijn. De Wft-definitie is in dit verband in ieder geval niet meer leidend.

Voor het overige bevatten de Richtsnoeren wat betreft het correcte, duidelijke en niet-misleidende karakter van reclame met name voor de hand liggende aanbevelingen zoals het afzien van (ten onrechte) suggestief woordgebruik.

### 3.6. Informatie over voordelen en risico's

Een belangrijke aanscherping betreffen de nieuwe regels ten aanzien van de balans tussen de informatie over mogelijke voordelen enerzijds en risico's anderzijds. Dit betreft een uitwerking van de tweede hoofdregel uit artikel 4. Dit betreft zowel de te noemen risico's als de wijze waarop dit dient te gebeuren.

Als er sprake is van vermelding van een potentieel voordeel van belegging in een beleggingsfonds, moeten daarbij de relevante risico's worden vermeld. De Richtsnoeren bepalen dat als er voordelen en risico's worden genoemd, dit ten minste de relevante risico's uit de essentiële beleggersinformatie of het essentiële informatiedocument en het prospectus, dient

29. Vergelijk in dit verband de strengere regel uit artikel 55, derde lid, onder b, BGfo waaruit volgt dat nu al verplicht is (en dus niet wordt aanbevolen) om in reclame (behalve op de televisie en de radio) aan te geven of een index wordt gevolgd. Het is de vraag wat de Nederlandse wetgeving zal doen met deze regel (en andere strengere bestaande regels zoals de verplichting uit dit artikel om de naam van de beheerder te noemen). Artikel 2 van de Richtsnoeren laat op zich toe dat deze regel in stand blijft.

te betreffen. Met name dit laatste lijkt nogal ver te gaan voor de gemiddelde reclame en de vraag rijst hoe hier op een voldoende deugdelijke wijze aan tegemoet kan worden gekomen.<sup>30</sup> Ik zou menen dat afhankelijk van de omvang van de reclame, een bepaalde mate van generalisatie van risico's toegestaan zou moeten zijn. Relatief korte reclame met een aantal potentiële voordelen, kan waarschijnlijk lastig alle relevante risico's uit het prospectus bevatten zonder de omvang van die reclame en de balans tussen voordelen enerzijds en risico's anderzijds, geweld aan te doen.

De balans tussen (genoemde) voordelen en risico's betreft tevens de presentatie en het formaat van de vermelding. De Richtsnoeren vereisen dat de lettergrootte van de tekst met daarin de risico's ten minste net zo groot moet zijn als die van de voordelen. Daarnaast moet de plaats van vermelding 'prominent' zijn.<sup>31</sup> Risico's in kleinere lettergroottes elders in de tekst, zijn dus uit den boze. Hetzelfde geldt voor kruisverwijzingen voor beschrijvingen van risico's. De richtsnoeren noemen als goed voorbeeld een tabel met daarin zowel de voordelen als de risico's.

### 3.7. Informatie over kosten

Over informatie ten aanzien van kosten zijn de Richtsnoeren kort. Als kosten worden genoemd in reclame, dient er een uitleg te worden opgenomen die beleggers in staat stelt te bepalen wat de totale gevolgen van de kosten op hun belegging en de verwachte rendementen, zal zijn.<sup>32</sup> Als kosten in een andere valuta dienen te worden voldaan, dient ter zake van het valutarisico een waarschuwing te worden opgenomen.

### 3.8. Informatie over rendementen

De Richtsnoeren bevatten ook nadere regels indien in reclame informatie over (behaalde of toekomstige) rendementen wordt opgenomen. In de eerste plaats geldt dat deze informatie niet het belangrijkste onderdeel van de reclame mag zijn.<sup>33</sup> Daarnaast

30. Het huidige artikel 52 BGfo spreekt in dit verband over "de belangrijkste financiële risico's". Nog afgezien van het feit dat er hier gesproken wordt over financiële risico's, ligt in dit artikel de nadruk op de risico-indicator die geregeld wordt gehanteerd als samenvatting van die risico's. De Richtsnoeren lijken op dit punt verder te gaan.

31. Vergelijk in dit verband de regel voor beleggingsondernemingen uit artikel 44, tweede lid, onder c, MiFID II Gedelegeerde Verordening 2017/565.

32. Voor de volledigheid vermelden de Richtsnoeren dat de bestaande regels over resultaatafhankelijke vergoedingen, gewoon van toepassing blijven. Zie ESMA Guideline on performance fees in UCITS and certain types of AIFs (ESMA34-39-992).

33. Vergelijk artikel 44, vierde lid, onder a MiFID Gedelegeerde Verordening 2017/565.

gelden aanvullende regels over de periodes voor berekening van de rendementen (indien mogelijk vijf of zelfs tien jaar als er essentiële beleggersinformatie beschikbaar is, anders voor de levensduur van het beleggingsfonds), dat naast een cumulatief rendement ook jaarrendementen dienen te worden getoond, verplichte melding van wijzigingen en verwijzing naar de markt van verhandeling bij ETFs. Dit betekent dat de bestaande regels die hiermee in strijd zijn, zoals bijvoorbeeld de regels opgenomen in de Nrgfo dienen te vervallen. Zo gaat artikel 2:5 van de Nrgfo bijvoorbeeld nog uit van een minimale periode van drie jaar voor rendementscijfers hetgeen in strijd lijkt met de Richtsnoeren.

Daarbij geldt voor rendementen uit het verleden de verplichte waarschuwing "*Past performance does not predict future returns*". Deze waarschuwing kennen we overigens al voor reclame door beleggingsondernemingen dus die is in zoverre niet echt nieuw.<sup>34</sup> Indien rendementen zijn behaald in andere valuta dient er tevens een (vormvrije) waarschuwing te worden opgenomen dat valutaschommelingen gevolgen kunnen hebben op de rendementen, met vermelding van de andere valuta.<sup>35</sup> Gesimuleerde rendementen dienen te worden vermeden behalve in gevallen waar de simulatie kan worden gebaseerd op een andere, gelijke(nde), bestaande aandelenklasse van een bestaand beleggingsfonds of er sprake is van een nieuw feeder-fonds waarbij de simulatie kan worden gedaan met gebruikmaking van de rendementen van de master. Verwachte rendementen (prognoses) vereisen op hun beurt een verplichte waarschuwing:

*"The scenarios presented are an estimate of future performance based on evidence from the past on how the value of this investment varies, and/or current market conditions and are not an exact indicator. What you will get will vary depending on how the market performs and how long you keep the investment/product."*

Daarbij moet ook (vormvrije) waarschuwing worden opgenomen dat toekomstige rendementen onderworpen zijn aan belastingheffing die afhankelijk is van de belegger en zijn persoonlijke situatie, en die aan verandering onderhevig kan zijn.<sup>36</sup> Als er geen sprake is van een kapitaalgarantie, dient ook daarvoor een waarschuwing te worden opgenomen.

De overige eisen omtrent toekomstige rendementen in reclame, lijken op de eisen uit artikel 2:5 en artikel 2:6 Nrgfo. De daarin opgenomen eis dat prognoses gebaseerd dienen te worden op een model dat is gecertificeerd door een accountant, komt niet terug in de Richtsnoeren. Dit laat natuurlijk onverlet dat dit een goede manier kan zijn om te zorgen voor een deugdelijke behandeling van prognoses ten behoeve van reclame.

### 3.9. Informatie over duurzaamheid

Als laatste eis geldt dat reclame die verwijst naar duurzaamheidsaspecten van belegging in het betreffende beleggingsfonds een link moet bevatten naar de website waarop de duurzaamheidsaspecten van het betreffende beleggingsfonds in overeenstemming met de Verordening betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (SFDR) zijn genoemd.<sup>37</sup> Dit dient te gebeuren "voor zover relevant gezien het karakter van de reclame" hetgeen waarschijnlijk betekent dat korte reclameboodschappen, bijvoorbeeld op sociale media, die zich niet lenen voor opname van een dergelijke link, hieraan niet hoeven te voldoen. Reclame moet tevens vermelden dat de beslissing om te beleggen moet worden gebaseerd op alle karakteristieken van het beleggingsfonds zoals opgenomen in het prospectus en dus niet alleen op de duurzaamheidsaspecten van het betreffende beleggingsfonds. Voor het overige moet er ook wat betreft duurzaamheidsaspecten sprake zijn van voldoende consistentie en balans met de overige fondsdocumentatie.

## 4. Afsluitende opmerkingen

Vanaf 3 februari 2022 gelden strengere reclameregels voor beheerders van beleggingsfondsen. Deze regels gaan op onderdelen verder dan de bestaande regels en de inspiratiebron voor deze regels. Deze nieuwe regels gaan bijvoorbeeld verder wat betreft de verplicht op te nemen waarschuwingen en het hanteren van voldoende balans tussen informatie over voordelen en risico's. In zoverre zijn deze nieuwe regels minder *principle based* en meer *rule based*. Omdat de nieuwe regels niet op alle punten verder gaan en nationale regels die niet in strijd zijn met EU regels toegestaan zijn, is vraag hoe de Nederlandse regelgever om zal gaan met strengere bestaande regels: wordt het regime uit de Wft c.a. over reclame in het geheel niet van toepassing verklaard voor zover het reclame over beleggingsfondsen betreft of wordt van geval tot geval bekeken in hoeverre een bestaande regel (toch) in stand kan blijven. Tevens geldt de vraag of het bestaande regime van toepassing blijft op beheerders van beleggingsinstellingen die niet onder de reikwijdte van de Verordening

34. Zie artikel 7:3 Nrgfo jo. bijlage 12, onderdeel 10.4. Ten aanzien van deze waarschuwing gelden overigens ook specifieke regels over plaatsing en tekstgrootte die erg lijken op diverse regels uit de Richtsnoeren. Zie ook artikel 44, vierde lid, onder d MiFID Gedelegeerde Verordening 2017/565.

35. Vergelijk artikel 44, vierde lid, onder e MiFID Gedelegeerde Verordening 2017/565.

36. Vergelijk artikel 44, zevende lid MiFID Gedelegeerde Verordening 2017/565.

37. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector.

vallen zoals beheerders met zetel buiten de EU. Daarnaast moet in de praktijk blijken hoe werkbaar de nieuwe regels zullen zijn, met name bij kortere reclame op televisie, radio en sociale media die zich naar zijn aard minder goed leent voor het opnemen van specifiek vereiste informatie zonder zijn kortere karakter te verliezen.