

# Grenzeloze crowdfunding: kansen en risico's voor beleggingsondernemingen

Jan Willem van der Velden

## CROWDFUNDING: AANSTAANDE WIJZIGINGEN EN BELANG VOOR MARKTPARTIJEN

In november 2021 wordt de Crowdfunding Verordening van kracht. Dit leidt tot een Europees speelveld voor publieke bedrijfsfinancieringen onder de € 5 miljoen. De crowdfunding markt is in de afgelopen 10 jaar sterk gegroeid en de verwachting is dat het nieuwe speelveld leidt tot een verdere groeispurt. Dit raakt de – veelal jonge – bedrijven die publieke financiering zoeken evenzeer als de (beleggings) ondernemingen die als tussenpersoon of platform bij die financieringen betrokken zijn.

Dit artikel behandelt de hoofdlijnen van de nieuwe regeling en de wijzigingen voor bestaande spelers, waaronder ook de verscherpde aansprakelijkheid voor uitgevende instellingen en de tussenpersonen die hen begeleiden. Voor family offices en (retail) fondsen die beleggen in deze markt, is het eveneens van belang om zich bewust te zijn van het afwijkende toezichts- en aansprakelijkheidsregime. Ten slotte kan het nieuwe Europese regime voor sommige grotere institutionele beleggers een aanleiding zijn om een deelneming in een crowdfunding platform te overwegen.

## CRISIS LEIDT TOT NIEUWE VORMEN VAN BEDRIJFSFINANCIERING

In de kredietcrisis van 2008 en de eurocrisis van 2012 trekken banken zich terug uit bedrijfsfinancieringen. Bedrijven zitten daardoor soms acuut met de handen in het haar. Zij kloppen noodgedwongen aan bij private equity partijen en bij het publiek. Dit leidt tot een aanzienlijke groei van private equity en publieke financieringen. Die trend zet zich door tot de dag van vandaag.

Kapitaal ophalen bij het publiek is doorgaans geen sinecure. Een (social) mediabedrijf of een populaire muziekgroep heeft het in de genen om zich rechtstreeks tot het publiek te wenden. Voor hen is het eenvoudiger om publiek te enthousiasmeren te investeren.

De Britse rock band Marillion wil in 1997 op tournee in de VS, maar zij heeft geen geld. Zij gaat daarom met de pet rond bij haar fans en haalt zo \$ 60.000 op, zodat de tour gefinancierd is. Dit wordt vaak als eerste crowdfunding initiatief gezien.

Meer traditionele ondernemingen, zullen veelal meer moeite hebben om investeerders te interesseren, hoewel het recentelijke initiatief van een groep consumenten een belang te nemen in Hema daarop weer een belangrijke uitzondering vormt.

Hoe moeten de meer traditionele ondernemingen het publiek effectief benaderen voor financiering? Sinds begin 17<sup>e</sup> eeuw is de Amsterdamse effectenbeurs een plaats waar ondernemingen bij het publiek geld ophalen. Maar in de 21<sup>e</sup> eeuw gaat dat gepaard met hoge kosten en regeldruk. Voor kleinere ondernemingen is uitgifte op de beurs daarom niet geschikt. Marktplaats.nl en ebay.nl doen niet in aandelen obligaties en onderhandse leningen. Wat is dan een geschikt platform?

Verskillende partijen springen hierop in en creëren platforms tussen de ondernemingen en het publiek. Een soort effectenbeurzen in het klein, onder de naam crowdfunding. Een vroege vogel is Kickstarter, dat in 2009 in de VS wordt opgericht. Kick-

Prof. mr. Jan Willem van der Velden

Hoogleraar financieel recht aan de UvA en advocaat bij Keijser Van der Velden N.V.



Foto: Duncan de Fey

starter maakt ook zelf een vliegende start: *nomen est omen*. In de VS groeit crowdfunding financiering exponentieel, van \$ 1 miljard in 2009 naar tientallen miljarden in 2020.<sup>1</sup> Ook bij ons is het een aanzienlijke markt. Zo haalden Nederlandse ondernemingen in 2020 € 368 miljoen op via crowdfunding, grotendeels in de vorm van onderhandse leningen.<sup>2</sup>

Via crowdfunding kan het publiek worden benaderd voor leningen, obligaties en aandelen. Crowdfunding wordt ook gebruikt voor donaties, leningen aan consumenten en de ontwikkeling van nieuwe producten. Zo kon het publiek in 2012 voor \$ 150 een nog te ontwikkelen smartwatch bestellen van Pebble. Indien voor minstens \$ 100.000 werd besteld, zou dat horloge worden geproduceerd. Dit leidde tot \$ 10 miljoen aan bestellingen. Dergelijke vormen van crowdfunding blijven in deze bijdrage verder buiten beschouwing. Ik richt mij nu op crowdfunding waarbij effecten worden uitgegeven of leningen worden verstrekt.

## EUROPEES SPEELVELD

In Europa blijft de groei achter bij de VS. Een van de oorzaken is dat er geen Europese markt is voor crowdfunding. De Europese lidstaten hebben eigen regels, die onderling afwijken. Dat maakt het lastig om de grens over te gaan. De Europese wetgever ziet dat onder ogen en roept daarom de Crowdfunding Verordening in het leven (de “**Verordening**”). De Verordening leidt tot een gelijk speelveld in Europa, zodat er spoedig een sterkere Europese markt voor crowdfunding kan ontstaan. De Verordening is van toepassing vanaf 10 november 2021.

De Verordening brengt ingrijpende wijzigingen met zich voor de huidige spelers op de crowdfundingmarkt. Het ligt bovendien voor de hand dat nieuwe spelers het veld betreden. Ook voor bestaande beleggingsondernemingen die onder de Europese richtlijn MiFID-II vallen, kan dit aantrekkelijk zijn. De verwachting is dat de crowdfundingmarkt sterk zal doorgroeien dankzij het Europese speelveld. Dat is niet alleen van belang voor de bedrijven die via crowdfunding gefinancierd worden, maar evenzeer voor de platforms en andere tussenpersonen, die bij (effecten)transacties betrokken zijn. Zij zullen in deze periode de overweging maken, of en zo ja op wijze zij betrokken willen zijn bij deze nieuwe marktontwikkeling. Daarnaast kan de Verordening ertoe leiden dat nieuwe (fintech) partijen de markt betreden, aangezien bij crowdfunding het online platform en de online marketing een grote rol speelt. Het is kortom te verwachten dat de Verordening een verschuiving op de markt voor bedrijfsfinancieringen en effectenhandel met zich brengt.

Hierna wordt het nieuwe speelveld op hoofdlijnen geschetst. Verschillende beleggingsondernemingen en financiële dienstverleners heroverwegen inmiddels hun bedrijfsvoering met het oog op de hierboven genoemde kansen en bedreigingen. Wellicht vormt dit ook voor de lezer een aanzet om zich nader te verdiepen in de mogelijkheden die dit voor zijn of haar praktijk biedt.

## PLATFORM MET VERGUNNING EN "EUROPEES PASPOORT"

Crowdfunding is kortweg gedefinieerd als het matchen van de financieringsbehoefte van ondernemingen (projecteigenaren) en beleggers via een online crowdfunding platform. De financiering geschiedt in de vorm van onderhandse leningen en effecten. Partijen die crowdfunding-diensten verlenen, de *crowdfunding service providers* (“**CSP**”), hebben een vergunning nodig van de AFM.

De Verordening reguleert slechts relatief kleine crowdfunding projecten. De grens ligt bij € 5 miljoen per onderneming, binnen een periode van 12 maanden. Als een onderneming meer financiering wil aantrekken van het publiek, kan zij voor dat meerdere geen gebruik maken van crowdfunding. Zij zal dan veelal een door de AFM goedgekeurd prospectus moeten uitbrengen. Wil zij dat haar effecten verhandelbaar zijn op een platform, dan zal zij zich daarvoor moeten wenden tot een georganiseerde handelsfaciliteit, een multilaterale handelsfaciliteit of een gereglementeerde markt. Dat brengt veel zwaardere eisen met zich dan verhandeling op een crowdfunding platform.

De CSP met Nederlandse vergunning mag in andere lidstaten zijn crowdfunding diensten aanbieden, nadat hij de AFM over dat voornemen heeft ingelicht. De AFM geeft dat door aan de desbetreffende buitenlandse toezichthouders en aan de Europese toezichthouder ESMA. De CSP heeft dan een Europees paspoort om de grens over te gaan met de aanbiedingen op zijn platform. Slechts de beleggersinformatie zal dan nog moeten worden vertaald.

Het is niet duidelijk of de CSP ook een bijkantoor mag vestigen in andere lidstaten. Overigens zal er veelal geen behoefte bestaan aan bijkantoren, aangezien crowdfunding platforms voornamelijk online werkzaam zijn.

## BESTAANDE ONTHEFFINGSREGIME VERVALT

Evenals elders in Europa is crowdfunding op dit moment in Nederland nationaal geregeld. Kortweg zijn er nu drie regimes: De AFM verleent ontheffingen, vergunningen en combinaties van beide. Met name het ontheffingsregime is in zwang. Er zijn bijna 70 crowdfunding platforms in Nederland. Circa 55 platforms hebben een ontheffing van de AFM. Die ontheffingen zullen komen te vervallen, tenminste voor zover de Verordening van toepassing is. De Verordening kent een overgangstermijn van een jaar. In die periode kunnen bestaande crowdfunding platforms hun vergunning als CSP aanvragen.

De crowdfunding platforms die nu al een vergunning hebben, zijn meestal beleggingsondernemingen of financiële dienstverleners. Sommige platforms beperken zich tot het ontvangen en doorgeven van orders van hun cliënten. Andere platforms hebben tevens een vergunning voor het plaatsen van financiële instrumenten (aandelen en obligaties) ten behoeve van de ondernemingen die financiering zoeken. Enkele grotere platforms beschikken over een vergunning als multilaterale

handelsfaciliteit (MTF) en presenteren zich als crowdfunding-platforms, al pleegt de AFM MTFs niet onder deze categorie te scharen.

De bestaande beleggingsondernemingen zullen hun MiFID II-vergunning waarschijnlijk willen behouden. Als zij gebruik willen maken van het nieuwe crowdfunding regime, zullen zij daarnaast een vergunning onder de Verordening moeten aanvragen. In beginsel zullen bestaande platforms van beleggings-ondernemingen als crowdfunding platform worden aangemerkt voor kleinere publieke financieringen. In dat geval zullen zij niet om de Verordening heen kunnen en moeten zij voor dergelijke financieringen een vergunning als CSP aanvragen.

## ESSENTIËLE BELEGGINGSINFORMATIE EN VERANTWOORDELIJKHEID CSP

Een partij die effecten uitgeeft aan het publiek moet in beginsel een prospectus publiceren. Indien de aanbieding onder de € 5 miljoen blijft binnen 12 maanden, geldt – ook nu al – een vrijstelling. De AFM schrijft een informatiedocument voor, volgens een vast format, waarin een aantal essentiële gegevens worden opgenomen.

De Verordening introduceert voor crowdfunding een nieuw document met essentiële beleggingsinformatie. Dit document moet specifieke kenmerken en risico's beschrijven in verband met de ondernemingen, de rechten en vergoedingen van de beleggers en het type aangeboden effecten en leningen.

De onderneming dient zelf de essentiële beleggingsinformatie op te stellen, omdat zij immers financiering zoekt voor haar bedrijf. Zij is aansprakelijk als die informatie onduidelijk, onjuist of onvolledig is. De CSP verstrekt deze beleggingsinformatie aan de beleggers op het platform. Daarom heeft de CSP ook een eigen verantwoordelijkheid. De CSP moet controleren of de essentiële beleggingsinformatie duidelijk, correct en volledig is, aldus de Verordening.

Deze verantwoordelijkheid van de CSP voor de beleggingsinformatie van de uitgevende onderneming gaat ver. De Amsterdamse effectenbeurs is niet verantwoordelijk voor de juistheid van de prospectussen die genoteerde ondernemingen publiceren. Een multilaterale handelsfaciliteit is evenmin verantwoordelijk voor de informatie die bij haar 'genoteerde' instellingen publiceren. Bij crowdfunding ligt dat (dus) anders.

De CSP is mede-verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van de informatie die de verhandelde ondernemingen publiceren. Dit is vergelijkbaar met de verantwoordelijkheid van een lead manager bij een beursgang.

De lead manager verricht een uitgebreid due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling vanwege deze verantwoordelijkheid. Bij een beursgang is daarvoor voldoende budget. Bij crowdfunding zijn de budgetten veel beperkter. De vraag is welke mate van onderzoek mag worden verwacht van een CSP.

De Verordening maakt dat niet duidelijk. Mij dunkt dat diens verantwoordelijkheid een serieus aansprakelijkheidsrisico in zich draagt.

Nu de Verordening regelt welke informatie bij crowdfunding moet worden verstrekt, vervalt in zoverre ook het zogenaamde 'Wild West bordje' van de AFM. Die gestandaardiseerde waarschuwing is een Nederlandse uitvinding, waarop al het nodige commentaar is geweest. Uit onderzoek blijkt zelfs, dat sommige consumenten menen dat die waarschuwing juist duidt op een kwaliteitskenmerk. Wellicht vormt de Verordening een aanleiding om het Wild West bordje in het algemeen te schrappen.

**Let op!**  
**Geen AFM-toezicht**  
**Geen vergunning- en prospectusplicht.**



## CSP ONDERZOEKT DE ONDERNEMING

Naast de beleggingsinformatie moet de CSP ook de onderneming zelf onderzoeken, voordat deze op het crowdfunding platform wordt toegelaten. Zo moet de CSP tenminste bewijs vergaren dat de onderneming geen strafblad heeft ten aanzien van handelsrecht, insolventierecht, financiële diensten, wetten of beroepsaansprakelijkheidsverplichtingen.

Het ligt voor de hand om daartoe een verklaring omtrent gedrag te vragen ten aanzien van de natuurlijke personen achter de onderneming, zowel de bestuurders als de uiteindelijk belanghebbenden. Denkbaar is dat daarmee de lading nog niet voldoende is gedekt. Hoe moet men nagaan of de onderneming zelf (g)een strafblad heeft? Daarvoor bestaan geen publieke registers en er worden geen VOG's van ondernemingen verstrekt. Het zal in de praktijk dus niet eenvoudig zijn om uit te sluiten dat de onderneming een strafblad heeft. Ook hier is het de vraag hoe ver de onderzoekplicht van de CSP gaat.

De Verordening heeft ook oog voor mogelijke strijdige belangen. De CSP mag niet optreden voor ondernemingen die nauw met de CSP zijn verbonden. Ondernemingen met een direct of indirect zeggenschapsbelang van tenminste 20% in de CSP, mogen geen financiering zoeken via die CSP en diens platform.

## ZORGPLICHT JEGENS BELEGGERS: TOELATINGS-EXAMEN, WAARSCHUWINGEN EN BEDENKTIJD

De CSP moet de beleggers op zijn platform indelen in ervaren beleggers en niet-ervaren beleggers. Dit doet denken aan het onderscheid tussen professionele en niet-professionele beleggers in MiFID II, maar wijkt toch op onderdelen daarvan af. Het kan daardoor voorkomen dat een CSP, die ook handelt als beleggingsonderneming, dezelfde client als ervaren belegger moet classificeren en tegelijkertijd als niet-professionele belegger. Het valt niet goed in te zien waarom de Europese regelgever een ander 'belegkertype' heeft gecreëerd naast de niet-professionele belegger uit MiFID II.

Voordat een niet-ervaren belegger wordt toegelaten, moet de CSP verifiëren of de aangeboden projecten geschikt zijn voor die belegger. Daarbij betreft de CSP diens ervaring, beleggingsdoelstellingen, financiële situatie en basisinzicht in de risico's. Iedere twee jaar herhaalt de CSP deze toets. Als de projecten niet geschikt zijn, waarschuwt de CSP de niet-ervaren belegger. De Europese toezichthouder ESMA werkt deze toetsing verder uit.

De CSP moet in beginsel nagaan wat de omvang is van het nettovermogen van de niet-ervaren belegger. Hij moet de risico-waarschuwingen daarop afstemmen, in het bijzonder wanneer de belegger meer dan 5% van zijn nettovermogen (of minimaal € 1.000) inlegt. De CSP moet daarbij bewijs vergaren dat belegger de belegging en de eraan verbonden risico's begrijpt. Daarbij zou de CSP zich mogen baseren op de hiervoor genoemde periodieke toets.

De niet-ervaren belegger krijgt een bedenktijd van vier dagen, wanneer hij wil beleggen in een crowdfunding project. De CSP wijst de niet-ervaren belegger iedere keer erop, wanneer deze bedenktijd ingaat. De AFM verplicht bestaande crowdfunding platforms tot een bedenktijd van 48 uur. Die termijn wordt dus met twee dagen verlengd.

## VERMOGENSBEHEER IN LENINGEN

De Verordening introduceert daarnaast een nieuwe vorm van vermogensbeheer: beheer van leningen op een crowdfunding platform. De belegger geeft daarbij een mandaat (lastgeving) aan de CSP om een bepaald bedrag te beleggen in leningen op het platform. Als de leningen worden terugbetaald of wanneer er rente wordt betaald, belegt de CSP de vrijgekomen bedragen opnieuw. De CSP mag de leningen in beginsel ook overdragen en vervangen door andere leningen.

De CSP is niet bevoegd om obligaties of aandelen te kopen voor zijn 'beheer cliënt', want dat is voorbehouden aan beleggingsondernemingen. Als de CSP dat ook wil doen, dient hij tevens te beschikken over een MiFID II-vergunning die qua vergunde activiteit (ook) individueel vermogensbeheer omvat.

Deze nieuwe vorm van vermogensbeheer kan voor een verschuiving zorgen van de manier waarop bedrijven financieringen aantrekken en de wijze waarop voor beleggers wordt belegd. De eisen aan een CSP die beheert in leningen, zijn veel beperkter dan de eisen die gelden voor vermogensbeheerders onder MiFID II.

Deze combinatie van aantrekken en beheren van beleggersgeld tegen lage kosten en beperkt toezicht, kan ertoe leiden dat de nodige nieuwe partijen de markt betreden. Dat wordt versterkt door het feit dat de Verordening leidt tot een Europese markt.

Vanuit het oogpunt van eenvoudigere financiering van ondernemingen is dat zeer positief. Het kan er echter ook toe leiden dat minder gekwalificeerde partijen de markt betreden, aangezien het toezicht minder ingrijpend is. Daarbij kunnen zij er bovendien voor kiezen om zich te vestigen in lidstaten, die de reputatie hebben om soepel om te gaan met het financiële toezicht, het zogenoemde forum-shoppen. Denkbaar is dat ook minder professionele en zelfs malafide partijen hun heil zoeken door middel van crowdfunding, ten koste van de beleggers.

Gezien de risico's van forum-shoppen zou het welkom zijn, als we in Europa niet alleen dezelfde regelgeving hebben, maar ook een gelijk niveau van toezicht. Bij zijn afscheid als voorzitter van de Europese toezichthouder ESMA, zei Steven Maijoor in februari 2021, dat hij verwacht dat ESMA in de komende jaren een dergelijke centrale toezichtrol op zich zal nemen. Een van de aanleidingen daarvoor is het falen van de Duitse toezichthouder BaFin rondom de fraude van Wirecard. Laten wij hopen dat de Europese toezichthouders vanaf november 2021 hun crowdfunding-toezicht op gelijk niveau zullen brengen.

## LENINGEN ZIJN SOMS EFFECTEN

Leningen die kunnen worden aangeboden en verhandeld via crowdfunding platforms, moeten een zekere mate van standaardisering hebben. Anders is verhandeling via zo'n platform feitelijk nauwelijks mogelijk. Waarin onderscheidt zo'n verhandelbare lening zich van verhandelbare obligaties? Als tussen beide geen wezenlijk onderscheid bestaat, is denkbaar dat een verhandelbare lening kan worden gekwalificeerd als een 'effect' (zoals een obligatie). In dat geval zou de MiFID II van toepassing zijn en zal de CSP alsnog een vergunning als beleggingsonderneming nodig hebben.

Dat het onderscheid tussen verhandelbare leningen en effecten niet altijd duidelijk is, was onder meer aan de orde in rechtszaken vanwege de alom bekende beleggingsfraude van René van den Berg. Van den Berg bood allerlei leningen aan, aan zijn tennistvrienden in het Gooi. Hij gaf daarvoor schuldbekentenissen af. Zijn kompaan Van der Heijden bemiddelde in de verhandeling van die leningen. Toen bleek dat sprake was van een piramidespel en Van den Berg geen verhaal bood, startten beleggers allerlei procedures. In dat kader oordeelde de rechter, dat de schuldbekentenissen van Van den Berg effecten waren.<sup>3</sup>

Het is kortom denkbaar dat leningen die op crowdfunding platforms worden verhandeld, op enig moment worden gekwalificeerd als effecten. De Verordening lijkt dat over het hoofd te zien. Soms zien marktpartijen dat eveneens over het hoofd. Indien zij bemiddelen in leningen die (achteraf) worden gekwalificeerd als effecten, zal dat worden aangemerkt als het verlenen van beleggingsdiensten. Als zij geen MiFID II vergunning hebben, levert dat een economisch delict op en een antecedent in de deskundigheid en betrouwbaarheid van de dagelijks beleidsbepalers.



## CONCLUSIE

Samenvattend creëert de Verordening een nieuw Europees speelveld voor het aantrekken en verhandelen van publieke bedrijfsfinancieringen in de vorm van aandelen, obligaties en leningen. Het gaat daarbij om kleinere financieringen, tot € 5 miljoen per jaar. De Verordening introduceert daarbij een nieuwe vorm van vermogensbeheer: beheer in leningen.

De toezichtrechtelijke vereisten voor crowdfunding en voor deze nieuwe vorm van vermogensbeheer zijn over het algemeen lichter dan voor beleggingsondernemingen en financiële dienstverleners met een vergunning van de AFM. Nu de verordening aan CSP's de mogelijkheid biedt om in de hele Europese Economische Ruimte hun crowdfunding initiatieven aan te bieden, zal waarschijnlijk een verschuiving plaatsvinden in de markt voor dergelijke publieke bedrijfsfinancieringen.

Een onderneming die aandelen, obligaties of leningen aanbiedt via een crowdfunding platform, dient in dat kader een document met essentiële beleggingsinformatie op te stellen. De onderneming is uiteraard verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van dit stuk. Nieuw is dat daarnaast ook de CSP, die het crowdfunding platform aanbiedt, mede-verantwoordelijk is voor de juistheid en volledigheid. Die verantwoordelijkheid gaat

veel verder dan gebruikelijk is voor handelsplatforms, zoals de effectenbeurs. Zij doet veel meer denken aan lead managers. De Verordening maakt niet duidelijk, welke mate van onderzoek van de CSP mag worden verwacht.

De Verordening is van toepassing vanaf 10 november 2021. Niet alleen de bestaande Nederlandse platforms zullen daarmee aan de slag gaan. Ook verschillende andere nationale en internationale partijen bereiden zich voor om het nieuwe speelveld te betreden. Het zou goed zijn als niet alleen de crowdfunding regels in Europa gelijk zijn, maar ook het niveau van toezicht van de AFM en haar buitenlandse collega-toezichthouders. Dat is een belangrijke waarborg voor een integer spel.

### Noten

- 1 Vergelijk o.a. <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/>, dat vaak wordt aangehaald. Overigens loopt het bedrag dat jaarlijks wereldwijd via crowdfunding wordt gefinancierd volgens verschillende bronnen sterk uiteen. Daarbij speelt mogelijk een rol dat er geen vastomlijnde definitie is van crowdfunding en sommige partijen inmiddels ook meer traditionele publieke financiering als crowdfunding aanmerken.
- 2 Vergelijk [www.crowdfundingcijfers.nl](http://www.crowdfundingcijfers.nl).
- 3 Vergelijk Hoge Raad 5 oktober 2012, Ondernemingsrecht 2013/22 (Sytsma c.s. / Van der Heiden).