

Financieel toezicht op crowdfunding

Samenvatting

Nederland kent geen juridisch regime dat specifiek is toegesneden op crowdfunding. Het ontbreken van een eigen regime betekent dat steeds moet worden teruggevallen op de toezichtregelgeving zoals die geldt voor de verschillende financiële diensten die het crowdfundingplatform verleent.

1 uur netto-
onderwijs

Michiel Claassen en Jurian Snijders

Mr. M.H.P. Claassen is advocaat bij Lauxtermann Advocaten en mr. J.L. Snijders is advocaat bij FIZ advocaten.

Trefwoorden: crowdfunding, Wft, bemiddelen, opvorderbare gelden



Kennistoets

WWW.PE-BEDRIJFSOPVOLGING.NL

Leerdoelen

Na het lezen van dit artikel weet u:

- welke verschillende vormen van crowdfunding er zijn;
- welke eisen de Wet op het financieel toezicht (Wft) stelt aan crowdfundingplatforms bij loan based en equity based financiering;
- wat de rol en de toekomstvisie van AFM en DNB is ten aanzien van crowdfunding.

1. Inleiding

Crowdfunding kent verschillende verschijningsvormen. In de kern komt het erop neer dat (de exploitant van) een crowdfundingplatform – veelal online – investeerders en geldvragers bij elkaar brengt. De betrokken partijen, de doelstellingen waarvoor geld kan worden geleend en de wijze waarop geld beschikbaar wordt gesteld en eventueel rendement wordt behaald, kunnen zeer verschillen en zijn bepalend voor de vraag aan welke (toezichts)eisen het desbetreffende crowdfundingplatform moet voldoen. Dit artikel behandelt de wettelijke vereisten voor financiering met het oog op financieel rendement gebaseerd op eigen vermogen (*equity based*) of vreemd vermogen (*loan based*). Crowdfunding voor een ideëel doel (*donation based*) of voor een fysieke tegenprestatie (*reward based*) valt buiten het bestek van dit artikel.

Eerst zullen de voor crowdfunding in de Wft opgenomen relevante regimes worden beschreven. Hierna zal kort ingegaan worden op de visie die DNB en (met name) de AFM op crowdfunding hebben. Vervolgens zal nader worden ingegaan op de vormen van crowdfunding en zullen de toepasselijke juridische regimes van de thans in Nederland meest voorkomende vormen van crowdfunding worden toegelicht. Daarbij zal ook worden ingegaan op de vraag of er uitzonderingen dan wel ontheffingen van toepassing kunnen zijn op een mogelijke vergunningplicht.

2. Relevante juridische regimes op grond van de Wft

Bij crowdfunding kunnen onder andere de volgende regimes van toepassing zijn: (i) verlenen van beleggingsdiensten (art. 2:96 Wft), (ii) aanbieden en beheren van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling (art. 2:96 Wft), (iii) aanbieden van krediet (art. 2:60 Wft) en (iv) bemiddelen in krediet (art. 2:80 Wft). Daarnaast kunnen (v) de prospectus-

plicht (art. 5:2 Wft), (vi) het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 3:5 Wft) en/of (vii) het als tussenpersoon werkzaamheden verrichten ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 4:3 Wft) van toepassing zijn.

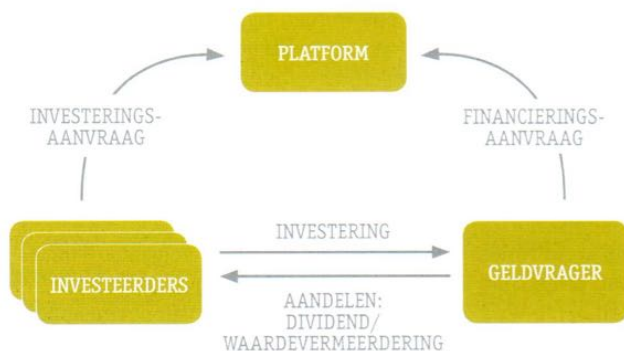
Volledigheidshalve merken wij op dat er ook sprake zou kunnen zijn van het aanbieden van of het bemiddelen in beleggingsobjecten (art. 2:55 Wft), zoals investeringen in (hard)hout, wijn of edelmetalen. Deze vorm van crowdfunding komt in Nederland echter (nog) niet voor en laten wij verder eveneens onbesproken.

3. Verschillende structuren bij crowdfunding

Crowdfundingplatforms hebben tot doel financieringen te verstrekken aan geldvragers in ruil voor financieel rendement voor de investeerders. Vanuit de financieringsbehoefte bezien, is de financiering in de kern gebaseerd op eigen vermogen (*equity based*) of vreemd vermogen (*loan based*). Toezichtsrechtelijk is het onderscheid echter diffuser, omdat de Wft geen onderscheid maakt tussen financiering met eigen vermogen dan wel vreemd vermogen. Voor de vraag welk toezichtregime van toepassing is moet in beide gevallen worden beoordeeld welke diensten worden verleend en hoe deze diensten moeten worden gekwalificeerd in de zin van de Wft. Over de juridische structuur van crowdfunding is nog relatief weinig geschreven, maar dit begint te komen.¹

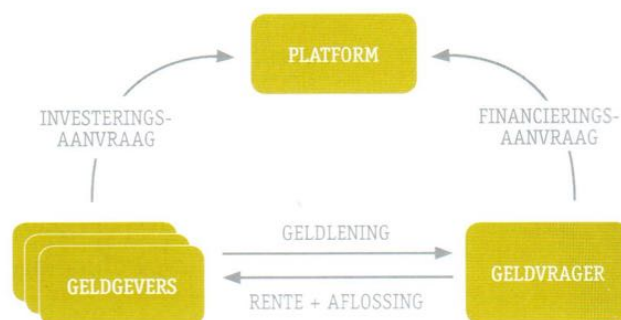
Bij equity based crowdfunding wordt door een bedrijf (*geldvrager*) in de vorm van eigen vermogen financiering bij investeerders opgehaald en krijgen investeerders in ruil daarvoor een aandeel in het bedrijf. Investeerders kunnen rendement behalen door dividenduitkeringen of door verkoop van het aandeel bij waardevermeerdering. In het basismodel vervult het platform daarbij een bemiddelende rol door de investeerders en de geldvrager bij elkaar te brengen.

Figuur 1 | Equity Based Crowdfunding



Bij loan based crowdfunding wordt door een bedrijf (*geldvrager*) eveneens financiering bij investeerders (*geldgevers*) opgehaald, maar in de vorm van vreemd vermogen. De geldgevers krijgen recht op terugbetaling van het gefinancierde bedrag en rente ter compensatie.

Figuur 2 | Loan Based Crowdfunding



Loan based crowdfundingplatforms kennen weer twee verschijningsvormen: (i) het crowdfundingplatform als aanbieder van krediet en (ii) het crowdfundingplatform als bemiddelaar in krediet. Bij de eerste verschijningsvorm verstrekt het crowdfundingplatform een geldlening aan de geldvrager en wordt de vordering tot terugbetaling van de geldlening overgedragen aan de geldgevers. Lendico is een voorbeeld van een dergelijk crowdfundingplatform. Bij de tweede verschijningsvorm verstrekken geldgevers rechtstreeks een geldlening aan de geldvrager en bemiddelt het crowdfundingplatform daarbij. Symbid is een voorbeeld van een dergelijk crowdfundingplatform.

De donation based en reward based crowdfundingplatforms blijven in deze bijdrage verder onbesproken, aangezien deze crowdfundingplatforms geen financiële diensten verrichten in de zin van de Wft en buiten het financiële toezicht vallen.

4. DNB en AFM

Zoals gezegd kent de Nederlandse wetgeving geen specifiek toezichtregime voor crowdfunding. Dat betekent dat steeds beoordeeld moet worden welke financiële diensten een crowdfundingplatform precies aanbiedt en welke wettelijke eisen daaraan worden gesteld. DNB en AFM hebben een interpretatie gegeven over crowdfunding, dat ook een stappenplan bevat om te beoordelen of een vergunning of ontheffing is vereist, en zo ja welke.² Dat er geen afzonderlijk toezichtregime geldt voor crowdfunding, wil overigens niet zeggen dat de wetgever geen oog heeft voor crowdfunding. De AFM heeft in december 2014 een rapport gepubliceerd *Crowdfunding – naar een duurzame sector*³ waarin de knelpunten voor goed toezicht op crowdfundingplatforms in kaart worden gebracht en waarin een aantal aanbevelingen wordt gedaan om het toezicht op crowdfundingplatforms te verbeteren. Met het Wijzigingsbesluit

financiële markten 2016 zal de minister van Financiën een aantal geconstateerde knelpunten wegnemen.⁴

Voor de langere termijn doet de AFM de aanbeveling om bij een volwassen markt twee (nieuwe) wettelijke regimes op te stellen met eisen die specifiek zijn toegeschreven op loan based crowdfunding en equity based crowdfunding. In deze regimes zouden geldgevers/investeerders en geldvragers een bepaalde mate van bescherming genieten en zouden prudentiële eisen van toepassing zijn. Bij invoering van dit regime zullen ook de crowdfundingplatforms (die zich bezighouden met loan based crowdfunding en equity based crowdfunding en) die momenteel actief zijn zonder vergunning of ontheffing van de AFM binnen de reikwijdte van het crowdfundingregime vallen. Ondertussen wordt ook op Europees niveau onderzocht of er Europese regels moeten komen voor crowdfunding.

5. Juridische regimes equity based model

5.1 Verlenen van een beleggingsdienst en beleggingsonderneming

Kenmerkend voor het equity based crowdfundingmodel is dat financiering wordt opgehaald bij de investeerders in de vorm van eigen vermogen, waardoor de investeerders een aandeel in het bedrijf (*geldvrager*) krijgen. Daarbij kan het crowdfundingplatform optreden als 'bemiddelaar' in financiële instrumenten en daarmee als beleggingsonderneming. De eisen die gelden voor beleggingsondernemingen zijn vooral gericht op de bescherming van de investeerders. Op grond van art. 2:96 Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning beleggingsdiensten te verlenen. Art. 1:1 Wft definieert wat onder het verlenen van een beleggingsdienst moet worden verstaan. In ieder geval het in dit artikel genoemde onder (a) ontvangen en doorgeven van orders van cliënten (zeg maar: het 'bemiddelen') en (f) het plaatsen van financiële instrumenten bij aanbidding daarvan zonder plaatsingsgarantie, komt in beeld bij crowdfunding. Investeerders geven daarbij feitelijk aan het crowdfundingplatform opdracht om voor hen aandelen te kopen in de geldvrager. Andersom geeft de geldvrager aandelen uit en gebruikt zij het crowdfundingplatform als tussenpersoon om investeerders te vinden die via het platform de aandelen willen kopen.⁵

5.1.1 Financieel instrument

Voor de vraag of sprake is van een beleggingsdienst is van belang of sprake is van financiële instrumenten in de zin van de Wft. Is het geen financieel instrument, dan is het ook geen beleggingsdienst. Het ruimste begrip inzake producten in de Wft is het begrip 'financieel product' (art. 1:1 Wft). Zowel kredieten als financiële instrumenten zijn vormen van financiële producten. Onder financiële instrumenten wordt vervolgens weer een aantal instrumenten verstaan, waaronder effecten, geldmarktinstrumenten

en verschillende opties, derivaten, etc. Onder effecten worden, kort gezegd, verstaan: verhandelbare aandelen, verhandelbare obligaties of andere schuldinstrumenten, of elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waardoor aandelen of obligaties kunnen worden verkregen. De verhandelbaarheid moet overigens zeer ruim worden opgevat. Ook aandelen onder een blokkeringsregeling zijn verhandelbaar en ook het inkopen van aandelen door de uitgevende instelling zelf om deze vervolgens weer uit te zetten, duidt op verhandelbaarheid van de effecten. De AFM heeft in dat kader een Beleidsregel verhandelbaarheid opgesteld.⁶

De definities van financiële instrumenten en effecten maken duidelijk dat het regime van beleggingsondernemingen niet alleen van toepassing is op het equity based model dat werkt met de uitgifte van aandelen, maar ook op een loan based model dat werkt met bijvoorbeeld de uitgifte van verhandelbare obligaties en andere verhandelbare schuldinstrumenten. Dat is weliswaar geen equity, maar dat laat onverlet dat ook dan een vergunning voor het verlenen van beleggingsdiensten is vereist. De vraag rijst overigens of een gewone lening onder de noemer 'andere schuldinstrumenten' kan worden geschaard, waardoor ook het bemiddelen in gewone leningen als het verlenen van een beleggingsdienst zou kunnen worden aangemerkt. Wij denken van niet. Bij gewone leningen is de verhandelbaarheid geen doel op zich. Tot op heden is er ook nog geen platform dat voorziet in een secundaire markt. Het is echter niet uitgesloten dat er ook platforms zullen komen die in een secundaire markt voorzien waarop leningen verhandeld kunnen worden.

5.1.2 Uitzonderingen op of vrijstellingen van vergunningplicht

Indien duidelijk is of beleggingsdiensten worden verleend en het crowdfundingplatform als beleggingsonderneming moet worden aangemerkt, zal vervolgens moeten worden bezien of wellicht een uitzondering op dan wel vrijstelling van de vergunningplicht zich voordoet. Hoewel met betrekking tot de vergunningplicht van art. 2:96 Wft verschillende uitzonderingen en vrijstellingen bestaan⁷, zien deze echter niet specifiek op crowdfunding en zullen deze dan ook niet snel soelaas bieden.

5.1.3 Voorwaarden vergunning beleggingsonderneming

Om uiteindelijk voor een vergunning ex art. 2:96 Wft in aanmerking te komen, moet de aanvrager aantonen dat hij voldoet aan de voorwaarden genoemd in art. 2:99 Wft. In dat kader worden onder andere eisen gesteld aan deskundigheid, betrouwbaarheid en integriteit, de zeggenschapsstructuur en de inrichting van de bedrijfsvoering. Verder moet een beleggingsonderneming maatregelen nemen ter bescherming van de rechten van cliënten (vermogensscheiding, beleid ter voorkoming van belangenverstreming etc.). Een beleggingsonderneming valt naast het AFM-toezicht ook onder prudentieel toezicht van DNB en moet voldoen aan eisen voor minimumvermogen (art. 48 Besluit prudentiële regels Wft). De hoogte van het minimum-

plicht (art. 5:2 Wft), (vi) het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 3:5 Wft) en/of (vii) het als tussenpersoon werkzaamheden verrichten ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 4:3 Wft) van toepassing zijn.

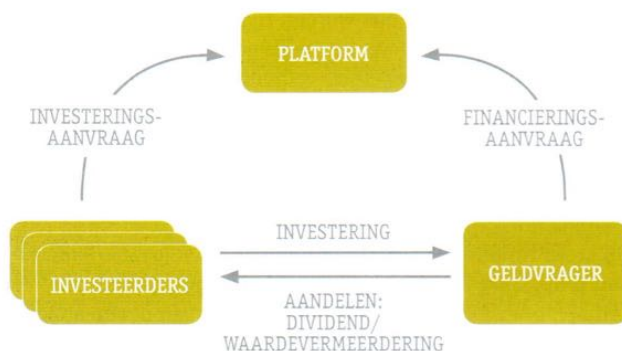
Volledigheidshalve merken wij op dat er ook sprake zou kunnen zijn van het aanbieden van of het bemiddelen in beleggingsobjecten (art. 2:55 Wft), zoals investeringen in (hard)hout, wijn of edelmetalen. Deze vorm van crowdfunding komt in Nederland echter (nog) niet voor en laten wij verder eveneens onbesproken.

3. Verschillende structuren bij crowdfunding

Crowdfundingplatforms hebben tot doel financieringen te verstrekken aan geldvragers in ruil voor financieel rendement voor de investeerders. Vanuit de financieringsbehoefte bezien, is de financiering in de kern gebaseerd op eigen vermogen (*equity based*) of vreemd vermogen (*loan based*). Toezichtsrechtelijk is het onderscheid echter diffuser, omdat de Wft geen onderscheid maakt tussen financiering met eigen vermogen dan wel vreemd vermogen. Voor de vraag welk toezichtregime van toepassing is moet in beide gevallen worden beoordeeld welke diensten worden verleend en hoe deze diensten moeten worden gekwalificeerd in de zin van de Wft. Over de juridische structuur van crowdfunding is nog relatief weinig geschreven, maar dit begint te komen.¹

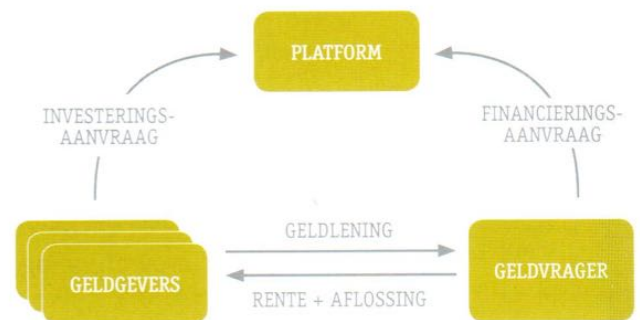
Bij equity based crowdfunding wordt door een bedrijf (*geldvrager*) in de vorm van eigen vermogen financiering bij investeerders opgehaald en krijgen investeerders in ruil daarvoor een aandeel in het bedrijf. Investeerders kunnen rendement behalen door dividenduitkeringen of door verkoop van het aandeel bij waardevermeerdering. In het basismodel vervult het platform daarbij een bemiddelende rol door de investeerders en de geldvrager bij elkaar te brengen.

Figuur 1 | Equity Based Crowdfunding



Bij loan based crowdfunding wordt door een bedrijf (*geldvrager*) eveneens financiering bij investeerders (*geldgevers*) opgehaald, maar in de vorm van vreemd vermogen. De geldgevers krijgen recht op terugbetaling van het gefinancierde bedrag en rente ter compensatie.

Figuur 2 | Loan Based Crowdfunding



Loan based crowdfundingplatforms kennen weer twee verschijningsvormen: (i) het crowdfundingplatform als aanbieder van krediet en (ii) het crowdfundingplatform als bemiddelaar in krediet. Bij de eerste verschijningsvorm verstrekt het crowdfundingplatform een geldlening aan de geldvrager en wordt de vordering tot terugbetaling van de geldlening overgedragen aan de geldgevers. Lendico is een voorbeeld van een dergelijk crowdfundingplatform. Bij de tweede verschijningsvorm verstrekken geldgevers rechtstreeks een geldlening aan de geldvrager en bemiddelt het crowdfundingplatform daarbij. Symbid is een voorbeeld van een dergelijk crowdfundingplatform.

De donation based en reward based crowdfundingplatforms blijven in deze bijdrage verder onbesproken, aangezien deze crowdfundingplatforms geen financiële diensten verrichten in de zin van de Wft en buiten het financiële toezicht vallen.

4. DNB en AFM

Zoals gezegd kent de Nederlandse wetgeving geen specifiek toezichtregime voor crowdfunding. Dat betekent dat steeds beoordeeld moet worden welke financiële diensten een crowdfundingplatform precies aanbiedt en welke wettelijke eisen daaraan worden gesteld. DNB en AFM hebben een interpretatie gegeven over crowdfunding, dat ook een stappenplan bevat om te beoordelen of een vergunning of ontheffing is vereist, en zo ja welke.² Dat er geen afzonderlijk toezichtregime geldt voor crowdfunding, wil overigens niet zeggen dat de wetgever geen oog heeft voor crowdfunding. De AFM heeft in december 2014 een rapport gepubliceerd *Crowdfunding – naar een duurzame sector*³ waarin de knelpunten voor goed toezicht op crowdfundingplatforms in kaart worden gebracht en waarin een aantal aanbevelingen wordt gedaan om het toezicht op crowdfundingplatforms te verbeteren. Met het Wijzigingsbesluit

financiële markten 2016 zal de minister van Financiën een aantal geconstateerde knelpunten wegnemen.⁴

Voor de langere termijn doet de AFM de aanbeveling om bij een volwassen markt twee (nieuwe) wettelijke regimes op te stellen met eisen die specifiek zijn toegeschreven op loan based crowdfunding en equity based crowdfunding. In deze regimes zouden geldgevers/investeerders en geldvragers een bepaalde mate van bescherming genieten en zouden prudentiële eisen van toepassing zijn. Bij invoering van dit regime zullen ook de crowdfundingplatforms (die zich bezighouden met loan based crowdfunding en equity based crowdfunding en) die momenteel actief zijn zonder vergunning of ontheffing van de AFM binnen de reikwijdte van het crowdfundingregime vallen. Ondertussen wordt ook op Europees niveau onderzocht of er Europese regels moeten komen voor crowdfunding.

5. Juridische regimes equity based model

5.1 Verlenen van een beleggingsdienst en beleggingsonderneming

Kenmerkend voor het equity based crowdfundingmodel is dat financiering wordt opgehaald bij de investeerders in de vorm van eigen vermogen, waardoor de investeerders een aandeel in het bedrijf (*geldvrager*) krijgen. Daarbij kan het crowdfundingplatform optreden als 'bemiddelaar' in financiële instrumenten en daarmee als beleggingsonderneming. De eisen die gelden voor beleggingsondernemingen zijn vooral gericht op de bescherming van de investeerders. Op grond van art. 2:96 Wft is het verboden in Nederland zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning beleggingsdiensten te verlenen. Art. 1:1 Wft definieert wat onder het verlenen van een beleggingsdienst moet worden verstaan. In ieder geval het in dit artikel genoemde onder (a) ontvangen en doorgeven van orders van cliënten (zeg maar: het 'bemiddelen') en (f) het plaatsen van financiële instrumenten bij aanbidding daarvan zonder plaatsingsgarantie, komt in beeld bij crowdfunding. Investeerders geven daarbij feitelijk aan het crowdfundingplatform opdracht om voor hen aandelen te kopen in de geldvrager. Andersom geeft de geldvrager aandelen uit en gebruikt zij het crowdfundingplatform als tussenpersoon om investeerders te vinden die via het platform de aandelen willen kopen.⁵

5.1.1 Financieel instrument

Voor de vraag of sprake is van een beleggingsdienst is van belang of sprake is van financiële instrumenten in de zin van de Wft. Is het geen financieel instrument, dan is het ook geen beleggingsdienst. Het ruimste begrip inzake producten in de Wft is het begrip 'financieel product' (art. 1:1 Wft). Zowel kredieten als financiële instrumenten zijn vormen van financiële producten. Onder financiële instrumenten wordt vervolgens weer een aantal instrumenten verstaan, waaronder effecten, geldmarktinstrumenten

en verschillende opties, derivaten, etc. Onder effecten worden, kort gezegd, verstaan: verhandelbare aandelen, verhandelbare obligaties of andere schuldinstrumenten, of elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waardoor aandelen of obligaties kunnen worden verkregen. De verhandelbaarheid moet overigens zeer ruim worden opgevat. Ook aandelen onder een blokkeringsregeling zijn verhandelbaar en ook het inkopen van aandelen door de uitgevende instelling zelf om deze vervolgens weer uit te zetten, duidt op verhandelbaarheid van de effecten. De AFM heeft in dat kader een Beleidsregel verhandelbaarheid opgesteld.⁶

De definities van financiële instrumenten en effecten maken duidelijk dat het regime van beleggingsondernemingen niet alleen van toepassing is op het equity based model dat werkt met de uitgifte van aandelen, maar ook op een loan based model dat werkt met bijvoorbeeld de uitgifte van verhandelbare obligaties en andere verhandelbare schuldinstrumenten. Dat is weliswaar geen equity, maar dat laat onverlet dat ook dan een vergunning voor het verlenen van beleggingsdiensten is vereist. De vraag rijst overigens of een gewone lening onder de noemer 'andere schuldinstrumenten' kan worden geschaard, waardoor ook het bemiddelen in gewone leningen als het verlenen van een beleggingsdienst zou kunnen worden aangemerkt. Wij denken van niet. Bij gewone leningen is de verhandelbaarheid geen doel op zich. Tot op heden is er ook nog geen platform dat voorziet in een secundaire markt. Het is echter niet uitgesloten dat er ook platforms zullen komen die in een secundaire markt voorzien waarop leningen verhandeld kunnen worden.

5.1.2 Uitzonderingen op of vrijstellingen van vergunningplicht

Indien duidelijk is of beleggingsdiensten worden verleend en het crowdfundingplatform als beleggingsonderneming moet worden aangemerkt, zal vervolgens moeten worden bezien of wellicht een uitzondering op dan wel vrijstelling van de vergunningplicht zich voordoet. Hoewel met betrekking tot de vergunningplicht van art. 2:96 Wft verschillende uitzonderingen en vrijstellingen bestaan⁷, zien deze echter niet specifiek op crowdfunding en zullen deze dan ook niet snel soelaas bieden.

5.1.3 Voorwaarden vergunning beleggingsonderneming

Om uiteindelijk voor een vergunning ex art. 2:96 Wft in aanmerking te komen, moet de aanvrager aantonen dat hij voldoet aan de voorwaarden genoemd in art. 2:99 Wft. In dat kader worden onder andere eisen gesteld aan deskundigheid, betrouwbaarheid en integriteit, de zeggenschapsstructuur en de inrichting van de bedrijfsvoering. Verder moet een beleggingsonderneming maatregelen nemen ter bescherming van de rechten van cliënten (vermogensscheiding, beleid ter voorkoming van belangenverstreming etc.). Een beleggingsonderneming valt naast het AFM-toezicht ook onder prudentieel toezicht van DNB en moet voldoen aan eisen voor minimumvermogen (art. 48 Besluit prudentiële regels Wft). De hoogte van het minimum-

Accountability



vermogen is afhankelijk van de beleggingsdiensten die mogen worden verleend. Daarmee is het regime van beleggingsondernemingen één van de zwaarste regimes voor crowdfunding. De eisen die aan beleggingsondernemingen worden gesteld zijn grotendeels afkomstig uit Europese richtlijnen (MiFID). Met de inwerkingtreding en de implementatie van MiFID II, naar verwachting per januari 2017, zullen deze regels nader worden aangescherpt.

5.2 Beleggingsinstelling

In de in paragraaf 5.1 genoemde casus 'bemiddelt' het crowdfundingplatform in financiële instrumenten en wordt het om die reden als beleggingsonderneming aangemerkt. De relatie tussen de investeerders en de geldvrager is dat de investeerders een rechtstreekse binding hebben met de geldvrager: de investeerders verkrijgen een direct aandeel in de geldvrager. Het kan echter ook zijn dat het crowdfundingplatform de investeringen van investeerders zelf bundelt en collectief investeert in de geldvrager, of dat daartoe gebruik wordt gemaakt van een tussenliggende rechtspersoon. De investeerders krijgen daarbij deelnemingsrechten in het crowdfundingplatform of de tussenliggende rechtspersoon. In dat geval kan er sprake zijn van het aanbieden of het beheren van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, waarvoor een vergunning op grond van art. 2:65 Wft is vereist.

5.2.1 Alternatieve beleggingsinstelling

Op grond van art. 2:65 Wft is het verboden een Nederlandse beleggingsinstelling te beheren of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in Nederland aan te bieden zonder vergunning van de AFM. Onder beleggingsinstelling wordt op grond van art. 1:1 Wft verstaan: beleggingsinstelling als bedoeld in art. 4, lid 1, onderdeel a, van de AIFM-richtlijn in de vorm van een beleggingsfonds (niet-rechtspersoon) of een beleggingsmaatschappij (rechtspersoon). Op grond van art. 4, lid 1, onderdeel a, van de AIFM-richtlijn wordt onder een alternatieve beleggingsinstelling kort gezegd verstaan een i) instelling voor collectieve belegging, die ii) bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt, iii) om dit overeenkomstig een bepaald

beleggingsbeleid, iv) in het belang van deze beleggers te beleggen, en v) niet vergunningplichtig is uit hoofde van ICBE-richtlijn (2009/65/EG). Deze elementen zijn nader uitgewerkt/toegelicht in de richtsnoeren van ESMA met betrekking tot centrale begrippen van de AIFM-richtlijn (de ESMA-richtsnoeren).⁸

Ondanks het voorgaande en in het bijzonder de ESMA-richtlijnen, is de vraag of sprake is van een beleggingsinstelling niet altijd eenduidig te beantwoorden. Naar aanleiding van de AIFM-richtlijn heeft de AFM een aantal veelgestelde vragen beantwoord. Een van die vragen luidt: *'Kwalificeert een collectief beleggingsvehikel dat uitsluitend kapitaal ophaalt bij beleggers in de vorm van vreemd vermogen als alternatieve beleggingsinstelling?'* Onder voorbehoud van een eventuele nadere toelichting van de Europese Commissie en/of ESMA op dit punt, is de AFM vooralsnog van oordeel dat een collectief beleggingsvehikel dat uitsluitend kapitaal ophaalt bij de beleggers in de vorm van vreemd vermogen niet als alternatieve beleggingsinstelling kwalificeert.⁹ Dat zou een oplossing kunnen zijn voor crowdfundingplatforms om buiten de reikwijdte van de regelgeving voor beleggingsinstellingen te blijven.

5.2.2 Uitzonderingen vergunningplicht beheerder beleggingsinstelling

Overigens geldt er wel een aantal uitzonderingen op de vergunningplicht voor de beheerder van een beleggingsinstelling. Deze zijn vervat in art. 2:66a Wft. De vergunningplicht is, onder andere, niet van toepassing indien (i) het beheerd vermogen niet groter is dan € 100 mln. of € 500 mln. indien het gaat om een beleggingsinstelling die de eerste vijf jaar closed-end is en geen gebruikmaakt van leverage en (ii) de rechten van deelneming worden aangeboden aan minder dan 150 personen.¹⁰ Voor beleggingsinstellingen die hieraan voldoen, geldt een vrijstelling op de vergunningplicht. De beperking van de aanbieding van de rechten van deelneming aan minder dan 150 personen staat echter haaks op de gedachte van crowdfunding waarbij juist een beroep op de 'crowd' wordt gedaan voor financiering.

5.3 Prospectusplicht

Wanneer in het kader van crowdfunding aandelen, certificaten van aandelen, obligaties of andere waardepapieren of deelnemingsrechten worden uitgegeven, dan kan sprake zijn van effecten in de zin van de Wft. Op grond van art. 5:2 Wft is het evenwel verboden om effecten aan het publiek aan te bieden zonder ter zake van de aanbieding een door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen. Een prospectus is bedoeld om investeerders inzicht te geven in het product waarin hij belegt, alsmede in het bedrijf waarin hij investeert.

Op wie die verplichting rust, is afhankelijk van de opzet van het crowdfunding. Bij equity based crowdfunding waarbij het crowdfundingplatform de rol van beleggingsonderneming heeft en het de geldvrager zijn die effecten uitgeven, zullen deze laatste in beginsel een prospectus beschikbaar moeten stellen. Indien het crowdfundingplatform de rol van beleggingsinstelling heeft en zelf deelnemingsrechten in een crowdfundingplatform of deelnemingsrechten in een tussenliggende rechtspersoon aanbiedt die kwalificeren als effecten, dan kan het crowdfundingplatform ook zelf een verplichting hebben een prospectus beschikbaar te stellen.

Ten aanzien van de prospectusplicht zullen de meeste Nederlandse crowdfundingplatforms gelet op hun omvang vooralsnog gebruik kunnen maken van de vrijstelling op grond van art. 53, lid 2, Vrijstellingsregeling Wft. Op grond van deze vrijstelling is geen prospectus vereist, indien de aanbieding deel uitmaakt van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde, berekend over een periode van twaalf maanden, minder dan € 2,5 miljoen zal bedragen.

6. Juridische regimes loan based model

6.1 Aanbieden van of bemiddelen in krediet

Wanneer het crowdfundingplatform een faciliterende rol speelt bij de financiering van geldnemers in de vorm van vreemd vermogen, kunnen de verboden om zonder een vergunning krediet aan te bieden (art. 2:60 Wft) of zonder een vergunning te bemiddelen in krediet (art. 2:80 Wft), op het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 3:5 Wft) en als tussenpersoon optreden ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden (art. 4:3 Wft) van toepassing zijn.

Of bij een loan based crowdfundingplatform sprake is van het (vergunningsplichtig) aanbieden van of bemiddelen in krediet, is afhankelijk van de kwalificatie van de geldgevers en geldvrager. Bij het verstrekken van geldleningen door niet-consumenten aan consumenten kan sprake zijn van een vergunningplicht voor het aanbieden van of bemiddelen in krediet.

Voor de toepasselijkheid van de Wft is namelijk vereist dat er sprake is van het 'aanbieden' van 'krediet'. Daarvan is sprake bij het 'in de uitoefening van beroep of bedrijf'

aangaan van een overeenkomst van krediet met een 'consument' (art. 1:1 Wft). Vergelijk ook de definitie van 'krediet' (art. 1:1 Wft): het aan een 'consument' ter beschikking stellen van een geldsom, ter zake waarvan de consument gehouden is een of meer betalingen te verrichten. Onder 'consument' wordt verstaan: een niet in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf handelende natuurlijke persoon aan wie een financiële onderneming een financiële dienst verleent (zie definitie van 'consument' in art. 1:1 Wft).

Het verstrekken van geldleningen door een consument aan een niet-consument of het verstrekken van geldleningen waarbij zowel de geldgever als de geldvrager consument zijn of beiden niet-consument, wordt derhalve niet aangemerkt als het 'aanbieden' van 'krediet' of het 'bemiddelen' in 'krediet' als bedoeld in de Wft. Alleen als de geldgever krediet verstrekt in de uitoefening van een beroep of bedrijf aan een consument-geldvrager, dan moet hij voor het aanbieden van dat krediet een vergunning ex art. 2:60 Wft hebben. Voor zover een crowdfundingplatform daarbij een bemiddelende rol speelt, moet deze hiervoor een vergunning hebben ex art. 2:80 Wft.

6.2 Onderscheid tussen beide loan based verschijningsvormen

Zoals uiteengezet kent loan based crowdfunding twee verschijningsvormen (zie paragraaf 3). Bij de eerste verschijningsvorm van loan based crowdfunding zal het crowdfundingplatform in elk geval over een aanbiedersvergunning moeten beschikken, voor zover zij kredieten verstrekt aan consumenten. Nadat het crowdfundingplatform de vorderingen voortvloeiende uit de door het crowdfundingplatform verstrekte geldleningen heeft overgedragen aan geldgevers die niet-consument zijn, zijn de desbetreffende geldgevers vergunningplichtig omdat die geldgevers door de AFM als (nieuwe) aanbieder worden beschouwd. Zij zijn echter vrijgesteld van de vergunningplicht, indien het beheer van de vorderingen wordt overgelaten aan een kredietbeheerder aan wie het is toegestaan te bemiddelen in krediet of krediet aan te bieden (art. 3 Vrijstellingsbesluit Wft). In de praktijk wordt doorgaans overeengekomen dat het crowdfundingplatform het krediet zal beheren. De AFM lijkt het standpunt toegegaan dat in dat geval het loan based crowdfundingplatform naast een aanbiedersvergunning ook over een bemiddelingsvergunning dient te beschikken.

Bij de tweede verschijningsvorm van loan based crowdfunding zal het crowdfundingplatform alleen over een bemiddelingsvergunning moeten beschikken voor zover zij bemiddelt bij het tot stand komen van kredieten tussen aanbieders in de zin van de Wft en consumenten en/of assisteert bij het beheer en de uitvoering van dergelijke overeenkomsten (art. 1:1 Wft). Als zij alleen een bemiddelende rol speelt tussen consumenten onderling (peer-to-peer) of ten behoeve van niet-consument-geldvrager (bijvoorbeeld mkb-ondernemingen), dan is geen bemiddelingsvergunning vereist.

6.3 Aantrekken van of het als tussenpersoon verrichten van werkzaamheden gericht op het aantrekken van opvorderbare gelden

Op grond van art. 3:5 Wft is het verboden in de uitoefening van een bedrijf buiten besloten kring opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen aan te trekken, ter beschikking te verkrijgen of ter beschikking te hebben. De wettelijke omschrijving van het begrip 'opvorderbare gelden' uit art. 1:1 Wft houdt in: 'deposito's of andere terugbetaalbare gelden als bedoeld in de definitie van kredietinstelling in art. 4 van de verordening kapitaalvereisten'. Onder een kredietinstelling wordt in art. 4 van de verordening kapitaalvereisten verstaan: 'een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening'.

6.3.1 Ontheffing DNB aantrekken opvorderbare gelden

DNB kan een ontheffing verlenen, indien de belangen die het prudentieel toezicht beoogt te beschermen voldoende worden beschermd. In het kader van een ontheffingsverzoek zal DNB beoordelen of (i) het aantrekken van opvorderbare gelden echt noodzakelijk is of dat dit kan worden voorkomen door aanpassing van de bedrijfsvoering en (ii) of de eventuele verplichtingen ten aanzien van de opvorderbare gelden afdoende zijn gedekt. Met andere woorden, de aanvrager van een ontheffing dient te allen tijde daadwerkelijk in staat te zijn de verplichtingen na te komen ten aanzien van de door hem aangetrokken opvorderbare gelden. DNB hecht daarbij sterk aan de garantie. Een modelgarantieverklaring heeft zij op haar website geplaatst. Een aanvrager kan ook een eigen garantie of een garantie van een bank gebruiken, mits die gelijkwaardig is aan de modelgarantie van DNB. De kosten van een dergelijke garantie zijn echter hoog. Een crowdfundingplatform zal dan ook waarschijnlijk niet snel genegen zijn om een dergelijke ontheffing bij DNB aan te vragen.

Bij de eerste verschijningsvorm van loan based crowdfunding (het platform als aanbieder) kan bij het verstrekken van geldleningen ook sprake zijn van het aantrekken van opvorderbare gelden. Immers, de te verstrekken geldleningen moeten waarschijnlijk voordat ze worden verkocht aan de geldgevers ook door hen worden gefund. In dat kader zou het crowdfundingplatform opvorderbare gelden kunnen aantrekken van de geldgevers. Omdat de vooruitbetaling voor een concrete kooptransactie echter niet als opvorderbaar geld wordt aangemerkt,¹¹ wordt door loan based crowdfundingplatforms volgens de eerste verschijningsvorm veelal gekozen voor de constructie dat geldgevers reeds voor het verstrekken van de geldlening de koopsom van de vordering die voortvloeit uit de te verstrekken geldlening betalen aan het loan based crowdfundingplatform.¹²

6.3.2 Ontheffingen en vrijstellingen AFM

Bij de tweede verschijningsvorm, waarbij het crowdfundingplatform bemiddelt tussen geldgevers en geldnemers niet-

zijnde consumenten, speelt bij het crowdfundingplatform het verbod op het als tussenpersoon werkzaamheden verrichten ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden een rol (art. 4:3 Wft). Dit zijn verreweg de meeste bij de AFM geregistreerde crowdfundingplatforms.

Een mkb-onderneming die in het kader van zijn bedrijf een lening nodig heeft en deze verkrijgt van het publiek/buiten besloten kring trekt namelijk opvorderbare gelden aan ex art 3:5 Wft. Zij trekt immers gelden aan, waarvan op voorhand vaststaat dat en hoeveel moet worden terugbetaald en doet dat 'in de uitoefening van een bedrijf'. De AFM onderschrijft dit standpunt ook in haar eerder genoemde rapport over crowdfunding van december 2014. Dit wordt voor crowdfunding als een disproportionele belemmering gezien en de minister van Financiën heeft bij brief van 31 maart 2015 reeds toegezegd per 1 januari 2016 met een vrijstelling te komen voor mkb-ondernemingen die via crowdfunding opvorderbare gelden aantrekken. De voorwaarden waaronder een dergelijke vrijstelling zal gelden, zoals begrenzing tot een maximumbedrag per geldvrager, zijn nog onderwerp van nadere uitwerking.

6.3.3 Tussenpersoon en opvorderbare gelden

Als een mkb-onderneming via een crowdfundingplatform echter opvorderbare gelden aantrekt, betekent dat ook dat het platform werkzaamheden verricht als tussenpersoon ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden ex art. 4:3 Wft. In dit kader wijzen wij erop dat van de 44 crowdfundingplatforms opgenomen in het AFM-register, er 38 een ontheffing hebben voor het bemiddelen in het aantrekken van opvorderbare gelden. De meeste van deze crowdfundingplatforms zijn (mede) gericht op het bemiddelen in de totstandkoming van een geldleningsovereenkomst tussen de crowd en mkb-ondernemingen, maar doen dat dus zonder vergunning hiertoe. Zie bijvoorbeeld Symbid, Mycrowdfunding, Crowdpartners en All4funding.

Op het verbod om als tussenpersoon werkzaamheden te verrichten ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden, bestaat namelijk een aantal uitzonderingen en met betrekking tot dit verbod kan een ontheffing worden aangevraagd. Op grond van art. 4:3, lid 4, Wft kan de AFM ontheffing verlenen van het verbod om werkzaamheden te verrichten ten behoeve van het aantrekken van opvorderbare gelden. Om voor een ontheffing in aanmerking te komen moet (i) de betrouwbaarheid van de dagelijks beleidsbepalers buiten twijfel staan en (ii) de onderneming de wederpartij duidelijk en volledig informeren over diens rechten en plichten met betrekking tot de overeenkomst. Werkzaamheden mogen pas worden verricht nadat de AFM een besluit heeft genomen over de betrouwbaarheid (zes weken na ontvangst melding).¹³

Waar de minister van Financiën voor mkb-ondernemingen die via crowdfunding opvorderbare gelden aantrekken een vrijstelling heeft toegezegd ten aanzien van het verbod tot het aantrekken van opvorderbare gelden, geldt voor de

crowdfundingplatforms die bemiddelen in opvorderbare gelden juist een verzwaaring van het ontheffingsregime opgenomen in het Wijzigingsbesluit financiële markten 2016. De additionele eisen zijn er voornamelijk op gericht om disfunctioneren van en fraude door het crowdfundingplatform te voorkomen. In dat verband worden bijvoorbeeld eisen gesteld aan de veiligheid en continuïteit van betalingen, ook als het crowdfundingplatform zelf tijdelijk of permanent niet meer functioneert, en worden eisen gesteld aan de geschiktheid van de beleidsbepalers.

7. Betaaldiensten

Een vraag die nog kan worden gesteld is in hoeverre crowdfundingplatforms betaaldiensten verlenen waarvoor op grond van art. 2:3a Wft een vergunning is vereist. Immers, behalve dat een crowdfundingplatform investeerders en geldvragers bij elkaar brengt, verzorgt het platform veelal ook de betaling van gelden door investeerders aan de geldvragers, alsmede de betaling van de vergoedingen van geldvragers aan investeerders. Hoewel hier binnen Europa nog verschillend over wordt gedacht,¹⁴ heeft de minister van Financiën in zijn brief van 31 maart 2015 over de voortgang aanpassing regelgeving crowdfunding aangegeven dat het verrichten van vergunningplichtige betaaldiensten bij de huidige vormen van crowdfunding in Nederland niet aan de orde is.¹⁵ Dat zal wel anders kunnen worden met de herziening van de huidige Richtlijn Betaaldiensten.

8. Conclusies

- In het licht van het voorgaande is duidelijk dat de Nederlandse wetgeving vooralsnog geen afzonderlijk toezichtregime kent specifiek voor crowdfunding.
- Per geval moet worden beoordeeld welke financiële diensten een crowdfundingplatform precies aanbiedt en welke eisen daaraan worden gesteld.
- Een platform voor equity based of loan based crowdfunding valt doorgaans onder de Wft en staat daarmee onder toezicht van AFM en DNB.
- Equity based crowdfunding is veelal vormgegeven als het verlenen van een beleggingsdienst of het aanbieden/beheren van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling in de zin van de Wft, en vereist in principe een vergunning en een prospectus al naar gelang van het geval.
- Bij loan based crowdfunding waarbij leningen worden verstrekt aan consumenten is veelal sprake van het vergunningplichtig aanbieden van of bemiddelen in krediet.
- Bij loan based crowdfunding waarbij leningen worden verstrekt aan (mkb-)ondernemingen is veelal sprake van het aantrekken en bemiddelen in opvorderbare gelden. Voor deze bemiddelingswerkzaamheden is een ontheffing van de AFM vereist.

Noten

- 1 Zie bijvoorbeeld recent: M. van Eersel, *Crowdfunding, Juridische aspecten van financiering door de menigte*, Uitgeverij Paris B.V., Zutphen: 2015.
- 2 DNB en AFM geven interpretatie over crowdfunding, te raadplegen op www.dnb.nl en www.afm.nl.
- 3 *Crowdfunding, naar een duurzame sector*, december 2014, te raadplegen op www.afm.nl.
- 4 De consultatieversie van dit besluit is te raadplegen op www.internetconsultatie.nl.
- 5 European Securities and Markets Authority (ESMA), *Investment-based crowdfunding*, te raadplegen via www.esma.europa.eu en Kamerstukken II 2014/2015, 31 311, nr. 148.
- 6 Beleidsregel handelbaarheid 2011, te raadplegen via www.afm.nl.
- 7 Zo kennen art. 1:15 en 1:18 Wft een aantal uitzonderingen voor pensioenfondsen en verzekeraars, art. 2:97 Wft kent ook een aantal uitzonderingen voor beleggingsondernemingen met zetel in Nederland. Een beheerder van een beleggingsinstelling met een vergunning ex art. 2:65 Wft, is vrijgesteld van de vergunningplicht ex art. 2:96 Wft. Ook de Vrijstellingregeling Wft kent een aantal vrijstellingen, bijvoorbeeld voor beleggingsondernemingen met zetel in Australië, Amerika of Zwitserland.
- 8 European Securities and Markets Authority (ESMA), *Richt-snoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD (ESMA/2013/611)*, te raadplegen via www.esma.europa.eu.
- 9 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/faq>.
- 10 Een andere uitzondering is wanneer de deelnemingsrechten slechts kunnen worden verworden tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000, maar dat zal voor crowdfundingplatforms geen reële optie zijn (art. 2:66a, lid 1, onderdeel b, onder 2 en 3, Wft). Deze instellingen dienen zich overigens wel bij de AFM te registreren en jaarlijks informatie aan te leveren aan DNB. Bovendien moet in reclame-uitingen en documenten waarin een aanbod in het vooruitzicht wordt gesteld, worden vermeld dat de beheerder niet vergunningplichtig is ingevolge deze wet en niet onder toezicht staat.
- 11 Openboek boek toezicht DNB, onder opvorderbare gelden, te raadplegen op www.dnb.nl.
- 12 Zie bijvoorbeeld Lendico.nl.
- 13 Art. 2 en 3 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (BgfO).
- 14 M. van Eersel, t.a.p., p. 146.
- 15 Kamerstukken II 2014/2015, 31 311, nr. 148.