

HOOFDSTUK 10 – ALTERNATIEVE FINANCIERINGSVORMEN

(Mw mr A.M.F. Hakvoort LL.M.)*

1. Aanleiding Europese Kapitaalmarktunie

- 1.1. De kredietcrisis en de aanscherping van kapitaaleisen die op kredietinstellingen van toepassing zijn, resulteerde vanaf 2008 in het opdrogen van beschikbaar financieringskapitaal voor de reële economie. Het werd eens te meer duidelijk dat partijen met een financieringsbehoefte in sterke mate afhankelijk zijn van de bereidheid van kredietinstellingen om financiering te verstrekken.
- 1.2. Marktpartijen sprongen in het ontstane gat door de steeds groter wordende financieringsvraag in te vullen via niet-bancaire alternatieve financieringsvormen. De deeleconomie - waarin consumenten tijdelijk tegen betaling goederen aan elkaar uitlenen - kreeg meer ruimte om zich te ontwikkelen. Aangewakkerd door technologische ontwikkelingen en de mogelijkheden die het internet biedt, werden steeds meer platform gedreven bedrijfsmodellen ontwikkeld waarbij de exploitant van het digitale platform vraag en aanbod bij elkaar brengt zonder zelf *assets* op de balans te houden. Een nieuwe ondernemingsvorm was ontstaan: één die nu niet meer weg te denken is in de huidige economie.

2. Een Europese Kapitaalmarktunie

- 2.1. Deze ontwikkelingen sluiten aan bij de doelstellingen van de Europese Commissie (de “**EC**”) om een Europese Kapitaalmarktunie te creëren. Dit heeft tot doel om één van de grondbeginselen van de Europese Unie (de “**EU**”), het vrije verkeer van kapitaal, te laten floreren door sterkere kapitaalmarkten een aanvullende bron van financiering te laten vormen naast bancaire financiering.
- 2.2. Niet alleen gevestigde kredietinstellingen, maar juist ook beleggers en spaarders kunnen een bron van kapitaal vormen voor niet-bancaire financieringsvormen. Dit wordt consistent herhaald als één van de doelstellingen achter de Kapitaalmarktunie. Een economische (en toezichtrechtelijke) convergentie binnen de EU zal leiden tot een sterker en veerkrachtiger EU. Hiertoe dienen de obstakels die vrij verkeer van kapitaal op een *cross border* basis in de weg staan, te worden opgeheven.
 - 2.2.1. In de Kapitaalmarktunie plannen¹ worden zes beleidsterreinen onderscheiden die van belang zijn bij het creëren van een Europese Kapitaalmarktunie.² Eén daarvan betreft de

* Mw mr A.M.F. (Anne) Hakvoort is advocaat en partner bij niche advocatenkantoor FG Lawyers in Amsterdam. Anne specialiseert zich in het financiële toezichtrecht en heeft een bijzondere interesse in FinTech en alternatieve financieringsvormen.

¹ Zie onder meer: EC, ‘Consultation document Capital Markets Union Mid-Term Review 2017’, 20 januari 2017, p. 3, te raadplegen via: https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-cmu-mid-term-review_en (de “**Consultatie**”) en de naar aanleiding van de Consultatie op 8 juni 2017 gepubliceerde ‘Communication on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan’, COM(2017) 292 final (de “**Communicatie**”) en de gepaard gaande **Economische Analyse** (SWD(2017) 224), het **Feedback Statement** (SWD(2017) 225) en de **Q&A** (Memo 17-1528), elk te raadplegen via: <https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union->

financiering voor innovatie, *start-ups* en niet-genoteerde ondernemingen. Alternatieve financiering is noodzakelijk naast, en derhalve complementair aan, bancaire financiering.³ Het midden- en kleinbedrijf (“MKB”) blijft desalniettemin in grote mate afhankelijk van kredietinstellingen voor een aanzienlijk deel van hun financiering. Om die reden vormt ook het versterken van de leencapaciteit bij kredietinstellingen een aandachtsgebied.⁴ In recente voorstellen ter vervanging van CRD IV en CRR⁵ worden lagere kapitaaleisen voorgesteld voor het verstrekken van MKB leningen door kredietinstellingen ongeacht het totale volume aan uitstaand MKB krediet. Ook bieden de nieuw voorgestelde Securitatie Verordening en het voorstel om een geharmoniseerd pan-Europees regime te creëren voor *covered bonds*⁶ naar verwachting meer ruimte voor het verhogen van de leencapaciteit bij kredietinstellingen.

- 2.3. In de Kapitaalmarktunie plannen worden ook diverse maatregelen gepresenteerd en, deels, uitgewerkt om meer (indirect privaat) kapitaal beschikbaar te stellen aan ondernemingen via alternatieve financiers. Voorbeelden hiervan zijn de aanpassingen in de Verordeningen die van toepassing zijn op *venture capital funds* en Europese *social entrepreneurship funds*⁷ en de suggestie om ook beleggingsinstellingen krediet te kunnen laten verstrekken⁸ (zogenaamde *loan originating funds* hetgeen al mogelijk is in bijvoorbeeld Duitsland, Ierland, Italië, Spanje en Malta).⁹ Voorts wordt beoogd om alternatief kapitaal beschikbaar te stellen door het faciliteren en verruimen van de investeringsmogelijkheden voor institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, in bijvoorbeeld onderhands geplaatste bedrijfsleningen, ondernemingen via private equity fondsen en infrastructuurprojecten.¹⁰

[action-plan_en](#). Zie ook: EC, ‘Capital Markets Union – Accelerating Reform’, COM(2016) 601 final, 14 september 2016, p. 2, te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0601&from=EN> en EC, ‘Action Plan on Building a Capital Markets Union’, COM(2015) 468 final, 30 september 2015, p. 4 e.v., te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN> (het “Actieplan”).

² Consultatie, p. 4 e.v.

³ Consultatie, p. 6.

⁴ Consultatie, p. 14 e.v.

⁵ EC, COM(2016) 854 final, 23 november 2016, te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0854&from=EN>; EC, COM(2016) 850 final, 23 november 2016, te raadplegen via: http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9b17b18d-cdb3-11e6-ad7c-01aa75ed71a1.0019.02/DOC_1&format=PDF en http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9b17b18d-cdb3-11e6-ad7c-01aa75ed71a1.0019.02/DOC_2&format=PDF.

⁶ Communicatie, p. 7. Voor een uiteenzetting van onder meer de nieuwe Securitatie Verordening en de voorstellen rondom een pan-Europees covered bonds framework wordt verwezen naar hoofdstuk 6 in dit boek.

⁷ Voor een uiteenzetting van dergelijke beleggingsinstellingen en de voorgestelde acties in het Actieplan wordt verwezen naar hoofdstuk 8 in dit boek.

⁸ Deze suggestie heeft, niet geheel verrassend, vooralsnog niet tot consensus geleid in de markt. Zie Feedback Statement, p. 5.

⁹ Zie onder meer opinie van ESMA ter zake een Europees framework voor kredietverstrekking door beleggingsinstellingen, ESMA/2016/596, 11 april 2016, te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

¹⁰ Er wordt onder meer aangegeven dat de EC de mogelijkheden onderzoekt voor het creëren van Europese gecureerde obligaties als een instrument voor MKB kredieten en infrastructuur kredieten. Zie Communicatie, p. 7 en p. 9. Voor een uiteenzetting van de voorgestelde wijzigingen in Solvency II kapitaaleisen wordt verwezen naar hoofdstuk 9 in dit boek. Voor een uiteenzetting van

3. FinTech en de Kapitaalmarktunie

- 3.1. Technologische ontwikkelingen bieden daarnaast mogelijkheden om, in lijn met de Kapitaalmarktunie plannen, alternatief kapitaal beschikbaar te stellen aan het MKB. De technologie gedreven innovatie binnen de financiële sector wordt inmiddels aangeduid met het *buzz word* 'FinTech' en krijgt ook een plaats in de Kapitaalmarktunie plannen.
- 3.2. FinTech resulteert veelal in disintermediatie omdat onderdelen in de waardeketen rondom financiële dienstverlening efficiënter worden gemaakt, evenals gebruiksvriendelijker, goedkoper en meer toegesneden op de wensen van de klant met behulp van technologische ontwikkelingen, zoals de *distributed ledger technology*,¹¹ kunstmatige intelligentie en het gebruik van *big data*. FinTech draagt bij aan het meer toegankelijk maken van de kapitaalmarkt voor retail investeerders. Hoe toegankelijker, des te meer privaat geld beschikbaar zou kunnen komen voor het financieren van het MKB wat de reële economie ten goede komt.¹²
- 3.3. Recentelijk heeft de EC een FinTech consultatie afgesloten.¹³ In het consultatiedocument worden vier beleidsdoelstellingen omschreven die zowel de mogelijkheden als de uitdagingen rondom FinTech aangeven. Deze doelstellingen sluiten – gelukkig – aan bij de doelstellingen achter de Kapitaalmarktunie. De doelstellingen zijn (i) het bevorderen van toegang tot financiële dienstverlening voor consumenten en ondernemingen, (ii) het verlagen van operationele kosten en het verhogen van efficiëntie in de financiële sector, (iii) het verhogen van de concurrentiekracht van de Europese markt door toetredingseisen te verlagen en (iv) een balans aanbrengen tussen het delen van (*big*) data en transparantie enerzijds en de bescherming van dergelijke data anderzijds. FinTech initiatieven bieden bovendien een mogelijkheid om alternatieve kapitaalstromen te stimuleren en een andere bron van financiering te bieden aan onder meer het MKB. Een aandachtspunt daarbij is, vanzelfsprekend, dat consumentenbescherming op een minimaal niveau blijft.
- 3.4. Bij het uitwerken van EU beleid op het gebied van FinTech, hanteert de EC drie uitgangspunten: technologie-neutraliteit, proportionaliteit en integriteit bevorderend. Met technologie-neutraliteit wordt beoogd dat dezelfde activiteit onderworpen is aan dezelfde wet- en regelgeving ongeacht de wijze waarop de activiteit wordt verricht. Technologie-neutraliteit waarborgt een gelijk speelveld tussen de marktpartijen. Mede door het

de verruimde investeringsmogelijkheden voor pensioenfondsen wordt verwezen naar hoofdstuk 15 in dit boek.

¹¹ Er wordt betoogd dat DLT, of de blockchain technologie, bijvoorbeeld de afwikkeling van transacties op kapitaalmarkten aanzienlijk efficiënter kan maken. De EC geeft in de Communicatie (zie p. 7) aan dat de *post-trade* marktinfrastructuur een materiële rol speelt op de kapitaalmarkt ter waarborging van een prudente eigendomsoverdracht, betaling en uitoefening van rechten verbonden aan de effecten. Naar mijn verwachting zal DLT een centrale plek krijgen in de uitwerking van acties onder de Kapitaalmarktunie plannen op dit vlak. Zie in dit kader ook Communicatie p. 8.

¹² Consultatie, p. 14.

¹³ EC, 'Fintech: a more competitive and innovative European financial sector', 23 maart 2017, te raadplegen via: https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-fintech_en ("FinTech Consultatie"). Er zijn 226 reacties ontvangen op de consultatie. Negen reacties waren afkomstig van Nederlandse marktpartijen, waaronder van het kantoor waar de auteur van dit hoofdstuk werkzaam is.

uitgangspunt van proportionaliteit wordt desalniettemin innovatie niet de kop ingedrukt. Door rekening te houden met het bedrijfsmodel en de complexiteit daarvan, de omvang en het volume van de activiteiten, het al dan niet creëren van een systeemrisico en eventuele *cross border* activiteiten van de FinTech onderneming, zouden innovatieve bedrijfsmodellen voldoende ruimte moeten krijgen om zich te kunnen ontwikkelen zonder op onevenwichtige wijze te worden geconfronteerd met wet- en regelgeving en zonder de financiële stabiliteit in gevaar te brengen. Tegelijkertijd is het van groot belang dat consumenten eenzelfde niveau van bescherming blijven houden. Het derde uitgangspunt, integriteit bevorderend, ziet er dan ook op dat FinTech initiatieven markttransparantie stimuleren ten behoeve van consumenten en ondernemingen zonder ongerechtvaardigde risico's te creëren. Het technologische karakter achter FinTech en de doorgaans gepaard gaande online dienstverlening, resulteert in reeds in de financiële sector bestaande risico's maar introduceert ook nieuwe risico's. Risico's rondom bijvoorbeeld fraude, witwassen, terrorismefinanciering, *cyber security* en privacy krijgen, terecht, meer aandacht. Ontwikkelingen zoals *distributed ledger technology*, *smart contracts* en *robo-advising* boren tegelijkertijd volkomen nieuwe risico's en vraagstukken aan. Wie kan er bijvoorbeeld nog verantwoordelijk gehouden worden als in een gedecentraliseerde blockchain automatisch transacties in effecten tot stand komen via zichzelf executerende digitale contracten die aan een consument zijn geadviseerd op een geautomatiseerde wijze op basis van een algoritme?

- 3.5. Het antwoord op deze vraag moet ik u, vooralsnog, verschuldigd blijven. Het tekent echter wel de worsteling waarmee de EC, maar in het bijzonder ook nationale wetgevers en toezichthouders kampen. Wet- en regelgeving is per definitie reactief in plaats van proactief. Technologische innovatie ontwikkelt zich sneller dan wet- en regelgeving. De FinTech Consultatie en de Kapitaalmarktunie plannen wijzen uit dat deze ontwikkelingen inmiddels aandacht krijgen, maar het ontbreekt vooralsnog aan een geharmoniseerde toezichtrechtelijke benadering binnen Europa.
- 3.6. FinTech leidt er echter toe dat financiële dienstverlening meer en meer in een digitale omgeving plaatsvindt. Vanuit technologisch perspectief vormen landsgrenzen geen enkele beperking. Deze ontwikkelingen kunnen derhalve goed bijdragen aan de doelstelling van de Kapitaalmarktunie van vrij verkeer van kapitaal. Vanuit juridisch perspectief vormen landsgrenzen echter nog een grote drempel. Toezichtrechtelijke convergentie is dan ook naar mijn mening een *must* om de doelstellingen achter de Kapitaalmarktunie op het gebied van alternatieve financiering te kunnen benaderen.
- 3.7. De EC lijkt eenzelfde mening toegedaan; in de Communicatie wordt benadrukt dat - om toezichtrechtelijke arbitrage te voorkomen - financiële ondernemingen met een vergelijkbare grootte en risicoprofiel onderworpen dienen te worden aan dezelfde standaarden van toezicht ongeacht waar zij gevestigd zijn binnen de EU.¹⁴ Dit uitgangspunt sluit op haar beurt weer aan op de doelstellingen achter de FinTech Consultatie. Proportionaliteit van toepasselijke wet- en regelgeving, zoals dat van toepassing op beleggingsondernemingen, is één van de prioriteiten die de EC heeft geïdentificeerd.¹⁵ Ook

¹⁴ Om dit doel te bereiken wordt voorgesteld om de ESAs, waaronder ESMA, meer bevoegdheden te geven opdat effectief en consistent toezicht kan worden gehouden binnen de Kapitaalmarktunie door één centrale toezichthouder. Zie Communicatie, p. 8 - 11.

¹⁵ Communicatie, p. 12.

wordt prioriteit gegeven aan het onderzoeken of een EU vergunning met paspoortmogelijkheden voor FinTech activiteiten kan bijdragen aan het stimuleren van FinTech initiatieven.¹⁶ De reacties op de FinTech consultatie zijn overwegend positief op dit vlak, hoewel een proportionele behandeling van FinTech ondernemingen onder het bestaande toezichtrechtelijke regime de voorkeur lijkt te krijgen boven het creëren van een aparte 'FinTech vergunning'.¹⁷

- 3.8. Gezien de enorme breedte van (potentiële) mogelijkheden van FinTech in de financiële sector (bijvoorbeeld op het gebied van vermogensbeheer, bemiddeling, distributie, *post trade* afwikkeling, betaaldiensten, verzekeren en financiering) zou naar mijn mening één FinTech vergunning haaks staan op het huidige sectorale communautaire toezichtrechtelijke regime in Europa. Verduidelijking vanuit de EC en/of de relevante ESAs door middel van het publiceren van richtsnoeren op welke wijze de FinTech ontwikkelingen behandeld zouden moeten worden onder bestaande wet- en regelgeving (al dan niet in een *regulatory sandbox*)¹⁸ zal efficiënter zijn. Mits recht wordt gedaan aan de doelstellingen van technologie-neutraliteit, proportionaliteit en integriteit bevorderend, zou een dergelijke centrale Europese verduidelijking naar mijn mening tevens ervoor zorgen dat een gelijk speelveld wordt gewaarborgd en toezichtrechtelijke arbitrage wordt voorkomen.

4. Alternatieve financieringsvormen in een Europese Kapitaalmarktunie

- 4.1. In dit hoofdstuk staan alternatieve financieringsvormen centraal. Hiermee wordt bedoeld op niet-bancaire vormen van financiering waarbij een andere financier dan een kredietinstelling (een deel van) de financieringsvraag invult.
- 4.2. Alternatieve financieringen kunnen allerlei vormen aannemen; (i) eigen vermogen zoals (a) aandelen in een vennootschap of (b) deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling; (ii)

¹⁶ Communicatie, p. 13.

¹⁷ Zie voor de reacties op de FinTech Consultatie: <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/fintech-2017?surveylanguage=en>; 63% van de respondenten die een antwoord hebben gegeven op de betreffende vraag 3.4 geeft aan positief te staan tegenover het idee van een EU vergunning voor bepaalde FinTech activiteiten.

¹⁸ Het idee van een *regulatory sandbox* wordt breed gedragen. Zie Feedback Statement, p. 12. Binnen duidelijk gestelde voorwaarden zouden FinTech bedrijfsmodellen getest kunnen worden op de markt onder toezicht van de toezichthouder zonder dat de FinTech onderneming direct aan alle zware (doorlopende) vergunning eisen wordt onderworpen en er een meer maatwerk oplossing wordt gezocht voor de betreffende FinTech onderneming. De Nederlandse toezichthouders hebben sinds 1 januari 2017 een *regulatory sandbox* geopend. Anders dan de zandbak van de Engelse toezichthouder, de FCA, lijkt er vooralsnog weinig gespeeld te worden in de Nederlandse zandbak. Door de ruime reikwijdte van de thans geldende communautaire wet- en regelgeving vallen de FinTech ondernemingen dikwijls onder een bestaand regime. De respectieve EU Richtlijnen en Verordeningen laten echter weinig discretionaire ruimte aan de Lidstaten en de nationale toezichthouders om daarvan af te wijken. Een 'proportionele' toepassing van bijvoorbeeld MiFID II/MiFIR, CRD IV/CRR en de AIFMD neemt weinig administratieve en kostbare drempels weg voor FinTech ondernemingen. Daarbij komt dat de initiatiefnemers doorgaans geen jarenlange ervaring hebben opgedaan in de financiële sector. Relatief simpele vergunning eisen rondom geschiktheid van beleidsbepalers bijvoorbeeld kunnen al voor onoverkomelijke drempels voor markttoetreding zorgen.

vreemd vermogen zoals (a) obligaties uitgegeven door een onderneming¹⁹ of een securitisatievehikel of (b) onderhandse leningen die worden verstrekt door één of meer alternatieve financiers aan een kredietnemer; of (iii) enige hybride vorm met eigen vermogen en vreemd vermogen eigenschappen, zoals (a) converteerbare leningen of (b) leningen met een winstafhankelijke coupon.

- 4.3. Alternatieve financiers zijn niet alleen gekwalificeerde beleggers, zoals verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en vermogende particulieren, maar in toenemende mate ook *retail* investeerders die een beter rendement voor hun spaargeld zoeken dan de aanhoudend zeer lage rente die kredietinstellingen bieden op deposito's. De lage rentestand kan dan ook een positief effect hebben op de doelstellingen van de EC achter het creëren van een Europese Kapitaalmarktunie.
- 4.4. Eén van de FinTech ontwikkelingen die inmiddels voor een steeds groter volume alternatief kapitaal zorgt ten behoeve van de Europese reële economie is *crowdfunding*. Hoewel er nog menig andere niet-bancaire vorm van financiering valt te onderscheiden,²⁰ zal in het vervolg van dit hoofdstuk enkel dieper worden ingegaan op crowdfunding. Ik zal daarbij stil staan bij de gecombineerde doelstellingen achter de Kapitaalmarktunie en de FinTech Consultatie. De centrale vraag is dan ook: op welke manier kan het vrije verkeer van alternatief kapitaal via crowdfunding worden gestimuleerd (en gereguleerd) binnen een Kapitaalmarktunie op een technologie neutrale, proportionele en integriteit bevorderende wijze?

5. Crowdfunding

5.1. Introductie

- 5.1.1. Crowdfunding wordt door de EC uitgelegd als een manier om geld aan te trekken van een groot aantal mensen via een online platform om een project of bedrijf te financieren.²¹
- 5.1.2. Crowdfunding heeft vooralsnog een relatief klein marktaandeel in de totale financiering die aan het MKB wordt verstrekt binnen de EU. Hoewel dit marktaandeel tot op heden blijvend exponentieel groeit op jaarbasis, betrof de totale crowdfunding markt slechts €5.43 miljard in 2015 in de EU.²² In vergelijking met de Verenigde Staten (€33.58 miljard in 2015) en Azië

¹⁹ De EC geeft in de Communicatie (p. 7) aan dat de *corporate bond market* een belangrijke financieringsmogelijkheid is voor grotere ondernemingen. De verbetering van de liquiditeit van dergelijke obligaties op de secundaire markt wordt door de EC geagendeerd voor eind 2017.

²⁰ Voorbeelden zijn alternatieve financiering via kredietunies, financiering verstrekt door *business angels*, door overheid gegarandeerde financieringen, *asset based lending* waaronder naast securitisaties ook leasing, supply chain financieringen, invoice trading, debt sales en factoring. Deze alternatieve financieringsvormen kunnen overigens ook via FinTech initiatieven gestimuleerd en versneld worden. Zie Communicatie, p.8 en Q&A, p. 4.

²¹ EC, 'Crowdfunding Uitgelegd – een gids voor kmo's/het MKB', 2015, p. 6, te raadplegen via: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=8478&lang=en. Zie ook Economische Analyse, p. 30.

²² B. Zhang e.a., '*Sustaining Momentum – The 2nd European Alternative Finance Industry Report*', University of Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016, p. 25, te raadplegen via: <http://www.epe.admin.cam.ac.uk/sustaining-momentum-european-alternative-finance-industry-report> ("**Sustaining Momentum**"). Zie voor een samenvatting van Sustaining Momentum en de kwantificering van de crowdfunding markt ook de Economische Analyse , p. 30-32.

(€94.61 miljard in 2015)²³ staat de Europese crowdfunding markt nog in haar kinderschoenen, maar het potentieel van crowdfunding lijkt hiermee wel gegeven. Hierbij dient benadrukt te worden dat het Verenigd Koninkrijk vooralsnog *by far* het grootste aandeel inneemt (ca. 80%) in de Europese crowdfunding markt.²⁴

5.1.3. Het is de vraag welke invloed de Brexit zal hebben op de Europese crowdfunding markt. Het zou een reden te meer kunnen zijn om zo spoedig mogelijk tot een EU brede visie te komen welk toezichtrechtelijk kader past bij de verschillende verschijningsvormen van crowdfunding.

5.2. *Verschijningsvormen*

5.2.1. Er worden doorgaans vier verschijningsvormen van crowdfunding onderscheiden: (i) *reward based*, (ii) *donation based*, (iii) *lending based* en (iv) *investment based* crowdfunding.²⁵ Het onderscheidende karakter zit in de tegenprestatie die de financiering behoevende partij (de geldnemer) aan de financiers (de *crowd* of geldgevers) biedt voor het verstrekken van kapitaal.

5.2.2. *Reward based* en *donation based* crowdfunding zijn vormen waarbij de geldnemer geen financiële tegenprestatie biedt aan de *crowd* (*non-financial return based crowdfunding*). *Lending based* en *investment based* crowdfunding daarentegen zijn vormen van *financial return based* crowdfunding. Non-financial return based crowdfunding valt vooralsnog in beginsel buiten het financieel toezichtrechtelijke speelveld.²⁶ Om die reden laat ik deze verschijningsvormen verder buiten beschouwing in dit hoofdstuk.

5.2.3. *Lending based* crowdfunding en varianten daarop zoals *peer-to-peer lending* en *marketplace lending*, is de vorm van crowdfunding die het meeste aansluit bij bancaire financiering. Via deze vorm van crowdfunding kan de geldnemer een onderhandse, niet verhandelbare, lening krijgen van de *crowd*.

5.2.4. Het kenmerkende van *investment based* crowdfunding ligt besloten in de aanduiding ervan: de *crowd* investeert in de onderneming van de geldnemer. De tegenprestatie die de geldnemer biedt, is een financieel instrument. In geval van *equity* crowdfunding, biedt de geldnemer aandelen of andere vormen van eigen vermogen aan de *crowd*. Het rendement

²³ Zie B. Zhang e.a., *Sustaining Momentum*, p. 25.

²⁴ In 2015 bedroeg het marktaandeel van het Verenigd Koninkrijk €4348 miljoen. Ter vergelijking: het Nederlandse marktaandeel bedroeg slechts €111 miljoen. Zie B. Zhang e.a., *Sustaining Momentum*, p. 28.

²⁵ *Investment based* crowdfunding en *equity* crowdfunding worden vaak als elkaars synoniemen gebruikt. Naar mijn mening is *equity* crowdfunding echter slechts een vorm van *investment based* crowdfunding.

²⁶ Ik merk daarbij op dat het zeer afhankelijk is van de structurering van het platform en de dienstverlening of er daadwerkelijk geen toezichtrechtelijke raakvlakken zijn. In het oog springt bijvoorbeeld de wijze waarop de betaalstromen worden geregeld. Hoewel EBA en DNB hierover nog geen duidelijkheid hebben verschaft, zou onder omstandigheden PSD2 van toepassing kunnen zijn. Mijns inziens is het een brug te ver om te stellen dat een crowdfunding platform haar bedrijf maakt van het verlenen van betaaldiensten omdat het doorgaans een faciliterend karakter zal hebben en niet een zelfstandige hoofdactiviteit van het platform is. Echter, hiermee zal wel rekening gehouden moeten worden bij de structurering van het platform.

dat de crowd ontvangt op het verstrekken van kapitaal aan de geldnemer is in dat geval afhankelijk van de winst van de geldnemer.

5.2.5. Vormen van vreemd vermogen die als financieel instrument kwalificeren, zoals verhandelbare obligaties en *convertibles*, vallen naar mijn mening ook onder *investment based* crowdfunding. Uitgifte van dergelijke financiële instrumenten wordt dikwijls echter aangemerkt als *lending based* crowdfunding. Hoewel dit semantisch juist is, wordt - in ieder geval naar Nederlands financieel recht - een onderhandse niet verhandelbare geldlening anders gekwalificeerd dan een verhandelbare obligatie en zijn de financieel toezichtrechtelijke gevolgen voor de betrokkenen, in het bijzonder het platform en de geldnemer, wezenlijk anders.

5.3. Toezichtrechtelijke behandeling

5.3.1. Afhankelijk van de hoedanigheid waarin de geldnemer optreedt (consument of onderneming), uit welk type geldverstrekkers de crowd bestaat (retail beleggers, vermogende particulieren en/of professionele beleggers) en de vorm van de tegenprestatie die door de geldnemer wordt geboden aan de crowd, worden de toezichtrechtelijke implicaties van deze vorm van financieren duidelijk.

5.3.2. De opinies van ESMA²⁷ en de European Banking Authority ("**EBA**")²⁸ maken inzichtelijk dat een groot aantal Europese Richtlijnen en Verordeningen raakvlakken hebben met *financial return based* crowdfunding. Er kan een Europees' lappendeken aan toezichtrechtelijke wet- en regelgeving worden uitgelegd over deze vormen van crowdfunding.²⁹ Om crowdfunding een reëel alternatief voor bancair financieren te laten vormen binnen de Kapitaalmarktunie, is het naar mijn mening niet wenselijk om partijen die bij een crowdfunding campagne betrokken zijn te onderwerpen aan een dergelijk *patchwork* van potentieel toepasselijke toezichtrechtelijke wet- en regelgeving.

5.3.3. De Nederlandse wetgever en toezichthouders lijken de visies van ESMA en EBA te delen. Naar Nederlands recht dienen *crowdlending* platforms die – kort samengevat – bemiddelen bij het verstrekken van een niet verhandelbare lening door het publiek (de crowd) aan de kredietnemer (niet zijnde een consument) een ontheffing te hebben van de AFM.³⁰ Ook

²⁷ Opinie ESMA ter zake Investment-based crowdfunding, ESMA/2014/1378, 18 december 2014, te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf.

²⁸ Opinie EBA ter zake Lending-based crowdfunding, EBA/Op/2015/03, 26 februari 2015, te raadplegen via: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+%28EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding%29.pdf>.

²⁹ Dit betreft onder meer de Prospectus Richtlijn en Prospectus Verordening, MiFID (II en MiFIR), AIFMD, de Richtlijn Consumentenkrediet, de Richtlijn Hypothecair Krediet, de Richtlijn Betaaldiensten en in uitzonderlijke gevallen zelfs CRD (V) en CRR (II).

³⁰ Artikel 4:3 lid 1 en lid 4 Wft *juncto* artikel 2 e.v. Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft *juncto* artikel 38 Besluit markttoegang financiële ondernemingen Wft. Indien het *crowdlending* platform bemiddelt bij het verstrekken van een lening door het publiek aan een consument als kredietnemer kwalificeert de AFM dit als een vorm van *aanbieden* van consumptief krediet door het platform (omdat het platform geacht wordt de kredietovereenkomst te beheren of uit te voeren). Een dergelijk *crowdlending*-platform heeft een vergunning als financiële dienstverlener voor het aanbieden van consumptief krediet nodig op grond van artikel 2:60 Wft.

kredietnemers dienen aan bepaalde voorwaarden te voldoen om te voorkomen dat ze onder de reikwijdte van de Wft vallen.³¹

- 5.3.4. De werkzaamheden van een *crowdinvesting* platform daarentegen worden door de AFM in beginsel aangemerkt als het verlenen van bepaalde beleggingsdiensten³² als gevolg waarvan het platform een vergunning als beleggingsonderneming behoeft.³³ Ook in geval van het aantrekken van financiering via *investment based* crowdfunding dient de onderneming als geldnemer op haar hoede te zijn. Het aanbieden van effecten, zoals verhandelbare aandelen en verhandelbare obligaties, aan het publiek in Nederland is in beginsel onderworpen aan een prospectusplicht.³⁴ Afhankelijk van de structuur kan in bepaalde situaties ook de vraag opkomen of de geldnemer kwalificeert als een beleggingsinstelling en derhalve onderworpen is aan de AIFMD.³⁵
- 5.3.5. Crowdfunding wordt binnen de EU niet op dezelfde wijze behandeld.³⁶ Om *cross border* crowdfunding te stimuleren, en daarmee deze vorm van alternatieve financiering binnen de doelstellingen van de Kapitaalmarktunie te laten groeien, is echter een uniforme benadering in de EU wenselijk.

³¹ Als een geldnemer in de uitoefening van een bedrijf (i.e. vaker dan eenmalig) een lening van het publiek aantrekt in Nederland, kan de geldnemer onder het verbod van artikel 3:5 Wft vallen. Artikel 24b Vrijstellingsregeling Wft biedt een vrijstelling voor 'publieksleningen' tot €2.5 miljoen per periode van 12 maanden die via een *crowdlending* platform met een ontheffing als bedoeld in artikel 4:3 lid 4 Wft worden aangegaan.

³² Doorgaans kwalificeert de AFM de diensten van het platform als het (i) het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten en (ii) het plaatsen van financiële instrumenten bij de aanbidding daarvan zonder plaatsingsgarantie.

³³ Op grond van artikel 2:96 Wft. Overigens is het provisieverbod niet van toepassing op *crowdinvesting* platforms voor zover zij voldoen aan de voorwaarden die gesteld worden in artikel 168a lid 2 onder f *juncto* lid 3 BGfo.

³⁴ De prospectusplicht volgt uit artikel 5:2 Wft, maar er zijn diverse uitzonderingen en vrijstellingen mogelijk, onder meer het beperken van de aanbidding per categorie effect tot minder dan €2.5 miljoen per periode van 12 maanden binnen de gehele groep en binnen de EEA (artikel 53 lid 2 *juncto* leden 3 en 4 Vrijstellingsregeling Wft). Recentelijk is een aanpassing van de Vrijstellingsregeling Wft geconsulteerd waarin wordt voorgesteld om de vrijstellingsgrens te verhogen naar €5 miljoen. In aanvulling op de reeds bestaande voorwaarden verbonden aan het kunnen vertrouwen op de vrijstelling (zoals het opnemen van een vrijstellingsvermelding in aanbiddingsdocumentatie), wordt voorgesteld om de uitgevende instelling te onderwerpen aan een vrij uitgebreide meldingsplicht aan de AFM en het publiceren van een voorgeschreven gestandaardiseerd informatiedocument. De reactie van deze auteur op het consultatiedocument is te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/verhogingvrijstellingsgrensprospectusplicht/reacties>. Voor een uiteenzetting van de nieuwe Prospectus Verordening, alsmede de voor crowdfunding interessante ontwikkelingen ten aanzien van een EU Groei prospectus en de MKB Groeimarkt, wordt verwezen naar hoofdstuk 7 in dit boek.

³⁵ Dit vraagstuk speelt bijvoorbeeld bij het opzetten van speciale (beleggings)vehikels voor een bepaald project. Als het vehikel kwalificeert als een beleggingsinstelling dient de beheerder in principe een vergunning te hebben op grond van artikel 2:65 Wft. Het registratieregime van artikel 2:66a Wft biedt, helaas, voor crowdfunding initiatieven doorgaans geen uitkomst omdat niet aan de cumulatieve voorwaarde van artikel 2:66a Wft kan worden voldaan.

³⁶ EC, 'Crowdfunding in the EU Capital Markets Union', SWD(2016) 154 final, 3 mei 2016, te raadplegen via: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF> ("Crowdfunding Rapport"). Zie ook Economische Analyse, p. 32.

- 5.3.6. Ondanks dat het Europees Parlement de EC heeft opgeroepen om te onderzoeken of een meer uniforme toezichtrechtelijke behandeling van crowdfunding binnen de EU wenselijk is,³⁷ handhaaft de EC vooralsnog het standpunt dat het niet nodig is om op Europees niveau te interveniëren in de crowdfunding markt.³⁸ De EC zal de crowdfunding markt en de toezichtrechtelijke ontwikkelingen blijvend in de gaten houden en de dialoog open houden met de lokale toezichthouders en de crowdfunding sector.³⁹ Op dit moment probeert de EC inzicht te krijgen welke markt- en toezichtrechtelijke drempels een *cross border* ontwikkeling van crowdfunding in de EU in de weg staan.⁴⁰
- 5.3.7. Hoewel de markt eerder nog geen eensgezinde mening had of de crowdfunding markt op Europees niveau zou moeten worden gereguleerd,⁴¹ lijkt de EC binnen de Kapitaalmarktunie plannen niet te ontkomen aan het geven van sturing ten behoeve van een geharmoniseerd crowdfunding regime en het waarborgen van toezichtrechtelijke convergentie.⁴² Ook de reacties op de FinTech Consultatie leiden tot dezelfde conclusie.⁴³

6. Afsluiting

- 6.1. Ik kom terug op de vraag die ik eerder centraal stelde - op welke manier kan het vrije verkeer van alternatief kapitaal via crowdfunding worden gestimuleerd (en gereguleerd) binnen een Kapitaalmarktunie op een technologie neutrale, proportionele en integriteit bevorderende wijze?
- 6.2. Een Europese Kapitaalmarktunie heeft naar mijn mening pas kans van slagen indien op een flexibele manier rekening wordt gehouden met de snel veranderende financiële sector en de marktpartijen die daarvan deel uitmaken. De initiatieven die in de Kapitaalmarktunie plannen worden opgesomd ten aanzien van alternatieve financieringsvormen zijn vooralsnog ontoereikend om *cross border* crowdfunding binnen de – na de Brexit – 27 Lidstaten een reële kans te geven.
- 6.3. Het ontbreken van enige harmonisatie of toezichtrechtelijke convergentie op het gebied van crowdfunding leidt momenteel tot onnodige drempels en deze kunnen enkel weggenomen worden indien de EC of de ESAs verduidelijken op welke manier *financial-return based crowdfunding* toezichtrechtelijk behandeld dient te worden. Vooralsnog is een paspoort

³⁷ Europees Parlement, P8_TA(2016)0358, 15 september 2016, p. 11-12, te raadplegen via: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2016-0358+0+DOC+PDF+V0//EN>.

³⁸ Crowdfunding Rapport, p. 31.

³⁹ EC, Staff working document accompanying 'Call for Evidence - EU regulatory framework for financial services', SDW(2016) 359 final, 23 november 2016, p. 74, te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016SC0359&from=EN> ("Call for Evidence").

⁴⁰ EC, FISMA/2015/146(05), 16 november 2016, te raadplegen via: https://ec.europa.eu/info/tender/identifying-market-and-regulatory-obstacles-cross-border-development-crowdfunding-eu_en.

⁴¹ Call for Evidence, p. 74.

⁴² Feedback Statement, p. 4.

⁴³ Meer dan 90% van de respondenten die een antwoord heeft gegeven op de betreffende vraag 1.6 meent dat nationale crowdfunding regimes een verdere ontwikkeling van crowdfunding in de weg staat. Zie voor de reacties op de FinTech Consultatie: <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/fintech-2017?surveylanguage=en/>.

regime slechts mogelijk indien een Europese Richtlijn of Verordening hieraan ten grondslag ligt. Ik pleit uitdrukkelijk niet voor communautaire wetgeving speciaal voor crowdfunding, maar om de doelstelling van de Kapitaalmarktunie van vrij verkeer van (alternatief) kapitaal in de vorm van crowdfunding te bewerkstelligen, zal op zijn minst verduidelijking gegeven moeten worden op Europees niveau op welke wijze *financial-return based crowdfunding* vanuit toezichtrechtelijk perspectief behandeld zou moeten worden binnen de EEA.

- 6.4. In lijn met de FinTech Consultatie, zou een dergelijke duiding naar mijn mening moeten resulteren in een proportioneel Europees geharmoniseerd kader dat crowdfunding platforms onderwerpt aan minimaal gewenste waarborgen ten behoeve van het bevorderen van een integere crowdfunding markt. Mits hierbij rekening gehouden wordt met de omvang en het volume van de activiteiten en het al dan niet creëren van systeemrisico door de financiële onderneming die dergelijke waarborgen dient na te leven, staat een dergelijk regime niet in de weg aan het bieden van een gelijk speelveld aan de betrokken partijen op een technologie-neutrale wijze. Naar mijn mening zou bovendien onderdeel van deze duiding moeten zijn dat *goldplating* door Lidstaten in principe verboden is, tenzij civielrechtelijke nationale wet- en regelgeving aanleiding geeft om aanvullende voorschriften te stellen ter bescherming van de consument.⁴⁴ Op deze manier wordt een crowdfunding platform, ondanks dat het niet kan vertrouwen op een Europees paspoort, niet op onevenredige wijze geconfronteerd met lokale wet- en regelgeving indien het op *cross border* basis wenst te opereren.
- 6.5. Een verduidelijking ter zake het gewenste, uniform toegepaste, Europese toezichtrechtelijk kader voor crowdfunding resulteert naar mijn mening in een verdere groei van de crowdfunding markt die wenselijk is om crowdfunding als een alternatieve financieringsbron te kunnen laten vormen voor het MKB binnen een *single* Europese Kapitaalmarktunie.

⁴⁴

De voorwaarden die gekoppeld worden aan het kunnen vertrouwen op de voorgestelde verhoogde aanbiedingsgrens van €5 miljoen voor een vrijstelling van de prospectusplicht in de geconsulteerde aanpassingen van de Vrijstellingsregeling Wft zouden een goede basis kunnen vormen voor een gewenst Europees kader, maar zou niet alleen moeten gelden voor de Nederlandse markt. Ik verwijs in dit kader naar voetnoot 34.