MASTERSCRIPTIE RECHTSGELEERDHEID

Regulering van Crowdfunding; Vrijheid of Keurslijf?

Een rechtsvergelijking tussen de Amerikaanse JOBS-act en de Nederlandse Wet op het Financieel Toezicht inzake de regulering van Crowdfunding.

J.R. (Rolf) Everhardus LL.M.

Tilburg University

Regulering van crowdfunding; vrijheid of keurslijf?

Een rechtsvergelijking tussen de Amerikaanse JOBS-act en de Nederlandse Wet op het Financieel Toezicht inzake de regulering van crowdfunding.

Onderwijsinstelling: Tilburg University

Faculteit: Tilburg Law School

Master: Rechtsgeleerdheid
Accent: Privaatrecht
Jaar: 2011/2012

Auteur: J.R. (Rolf) Everhardus LL.M.
s754270

Examencommissie: prof.mr. R.M. Wibier

mr. M.P. Verdonk

Voorwoord

Deze scriptie vormt het sluitstuk van mijn rechtenstudie aan de Universiteit van Tilburg. Bij de totstandkoming ervan zijn zowel op inhoudelijk als op persoonlijk vlak een aantal mensen een aanzienlijke steun voor mij geweest.

Allereerst zou ik daarom mijn begeleiders meester Verdonk en in het bijzonder professor Wibier willen bedanken voor de plezierige en kundige begeleiding, waarbij geen beperkingen van de reguliere werkweek golden. Via professor Wibier zou ik hier ook de medewerkers van NautaDutilh willen bedanken voor hun feedback. Daarnaast ook hartelijk dank aan Michiel Claassen en Jurian Snijders van AKD, evenals de AFM voor alle tijd en input.

Studeren is een privilege. Met één HBO-bachelor, twee universitaire bachelors en twee universitaire master diploma's op zak durf ik te stellen dat ik waarschijnlijk als een van de laatsten onvoorstelbaar van dit privilege heb kunnen genieten. Een privilege dat ik daarom ook koester, ook vanwege het besef dat dit niet aan iedereen gegund of weggelegd is. Ik dank daarom mijn ouders, zonder wiens onvoorwaardelijke steun ik niet de mogelijkheden had gehad die mij zijn toebedeeld. Krijgen van mogelijkheden is echter één ding, het benutten van deze mogelijkheden is een tweede. Met liefde en een oneindig vertrouwen in mijn kunnen heeft Noortje mij hierin gestimuleerd. Daarnaast zijn ook mijn zussen en mijn geweldige vriendengroep, de vrienden van de universiteit en natuurlijk de maten van rugby, van onschatbare waarde voor mij.

Tenslotte kan ik stellen dat mijn relatie met deze laatste scriptie dubbel is. Enerzijds betekent deze scriptie het einde van fantastische periode in mijn leven en heeft het schrijven ervan mij meer dan enkele nachten slaap gekost. Anderzijds heb ik mij in zeer korte tijd kunnen verdiepen in een voor mij nieuw rechtsgebied en alhoewel deze scriptie een geweldige periode afsluit, opent deze ongetwijfeld ook deuren naar nieuwe uitdagingen en hoogtepunten.

Zoals gebruik in gewoonte evolueert, wil ik vervolgens ook dit laatste schrijven in mijn hoedanigheid als student aan de Universiteit van Tilburg afsluiten met een citaat.

> "There is no passion to be found in playing small – in settling for a life that is less than the one you are capable of living."
>
> *Nelson Mandela.*

Rolf Everhardus LL.M.

30 januari 2013

Samenvatting

In tijden van financiële crises heeft crowdfunding zich aangediend als alternatief voor de haperende financiering van start-ups en het MKB. Crowdfunding maakt investeren mogelijk voor de mens, niet zijnde professionele beleggers door haar laagdrempeligheid. De kracht van deze methodiek ligt in het aantrekken van een veelheid aan kleine donaties via het internet teneinde gezamenlijk een groter initiatief te steunen, al dan niet met winstoogmerk. Naast bedrijfsfinanciering wordt crowdfunding namelijk ook voor een verscheidenheid aan non-profit doeleinden gebruikt. Onduidelijkheid bestaat echter over de mate toepasselijkheid van de Nederlandse financieel-toezichtrechtelijke wetgeving.

De Verenigde Staten zijn de voorlopers op het gebied van crowdfunding. Hier wordt middels de "Jumpstart Our Business Startups-Act" (JOBS-act) gepoogd het financieel-toezichtrechtelijke kader op zodanige wijze aan te passen dat crowdfunding middels vrije effectenuitgave aan het publiek ten eerste mogelijk, en eenvoudig wordt. De JOBS-act creëert een specifieke uitzondering voor crowdfunding, een status als "Emerging Growth Company" en een vrijstelling voor kleine emissies. Echter, wat een eenvoudige vrijstelling voor crowdfunding had moeten worden, is, omwille van investeerderbescherming, verworden tot een ingewikkeld systeem aan alternatieve vereisten aan zowel de uitgevende instelling en de investeerder. Daarnaast wordt een verplichte tussenpersoon, de funding portal, gecreëerd. Deze moet de wettelijke vereisten aan investeerders en ondernemingen toetsen. Tenslotte lijken de wijzigingen voordeliger te zijn voor gevestigde en grotere bedrijven, dan voor startende en kleine bedrijven.

De Nederlandse financieel-toezichtrechtelijke regelgeving, welke voortkomt uit Europese wetgeving, biedt echter goede mogelijkheden voor effectenuitgave door kleine en startende bedrijven. De rol van het crowdfundingplatform (denk aan bemiddelen, adviseren etc.) is echter van doorslaggevend belang in de toepasselijkheid van de Wft. In de praktijk worden dan ook verschillende constructies gebruikt teneinde de verboden van het aantrekken van opvorderbare gelden van het publiek en het actief zijn als bank te vermijden. Ten aanzien van investeerders kan gesteld worden dat deze, voor zover het de doelgroep van crowdfunding, de niet-professionele investeerders, betreft, adequate bescherming genieten, onder andere middels toezicht door de toezichthouders, een civiele rechtsgang op basis van de Wet Oneerlijke Handelspraktijken en verplichte waarschuwingen door ondernemingen die niet onder toezicht vallen.

Inhoudsopgave

Voorwoord 3
1. Inleiding 7
1.1 Inleiding 7
1.2 Crowdfunding 7
1.3 Rechtsvergelijking 9
2. Crowdfunding in de Verenigde Staten 11
2.1 Inleiding 11
2.2 Pre-JOBS-Act 12
2.3 Vrijstellingen 12
2.2.1 Regulation A 12
2.2.2 Regulation D 13
2.2.3 Private placement vrijstelling 14
2.3 JOBS-act 14
2.3.1 Crowdfunding 14
2.3.1.1 Funding Portal 16
2.3.1.2 Vereisten aan investeerders 17
2.3.2 Emerging Growth Companies 18
2.3.3 Vrijstelling voor kleine emissies 19
2.3.4 Observaties 19
3. Crowdfunding in Nederland 22
3.1 Inleiding 22
3.2 Toezicht in Nederland 22
3.3 Wettelijk kader 23
3.4 Onderneming 23
3.4.1 Crowdfunding middels effectenuitgave 23
3.4.1.1 Effecten 24
3.4.1.2 Verbod aanbieden effecten 25
3.4.1.3 Uitzonderingen 25
3.4.1.4 Oneerlijke handelspraktijken 28
3.4.1.5 Aantrekken opvorderbare gelden 28
3.4.1.6 Opvorderbare gelden 29
3.4.1.7 Besloten Kring 30
3.4.1.8 Professionele marktpartij 30
3.4.1.9 Ontheffing 32
3.4.1.10 Bank 32
3.5 Crowdfundingplatform 33
3.5.1 Aantrekken opvorderbare gelden en bemiddelingsverbod 33
3.5.1.1 Uitzonderingen 35
3.5.1.2 Vrijstellingen 35
3.5.1.2 Ontheffing 36

3.5.2 Verlenen van beleggingsdiensten 36
3.5.2.1 Beleggingsonderneming 36
3.5.2.2 Vergunning 36
3.5.2 Bemiddeling bij financiële producten, niet zijnde financiële instrumenten 37
3.5.3 Aanbieden van rechten van deelneming in beleggingsinstelling 38
3.5.3.1 Beleggingsinstelling 38
3.5.3.2 Belegging 39
3.5.3.3 Uitzondering 39
3.5.3.4 Ontheffing 39
3.5.4 Aanbieden van beleggingsobjecten 39
3.6 Investeerders 40
3.6.1 Vrijstellingsgrens bij effecten 41
3.6.2 Vrijstellingsgrens voor beleggingsobjecten en deelnemingsrechten 41
3.6.3 Handelen in de uitoefening van bedrijf of beroep 42
4. Conclusie 44

1. Inleiding

1.1 Inleiding

Kleine en middelgrote bedrijven (MKB) vormen als baanverschaffers het hart van de economie. In 2010 waren deze bedrijven samen goed voor 87 miljoen banen en daarmee 67% van het totale aantal banen binnen de Europese Unie, voor wat betreft de niet-financiële dienstverlening.[1] Echter, financiering van het MKB en start-ups in het bijzonder is in deze tijden van financiële crises een grote uitdaging. De financiële crises hebben namelijk geleid tot een roep om aanscherping van de financiële regelgeving en het toezicht op de financiële markten en instellingen,[2] waardoor banken relatief terughoudend zijn geworden in het verstrekken van kredieten.[3]

Kredietbehoeftigen, in het bijzonder startende ondernemers, zijn daarom op zoek naar alternatieve vormen van financiering om start-ups, projecten of andere plannen te verwezenlijken. In de Verenigde Staten (VS) denkt men in "crowdfunding" een waardig alternatief gevonden te hebben. In navolging van de VS lijkt dit financieringsfenomeen ook in Nederland voet aan de grond te krijgen.

1.2 Crowdfunding

Karakteristiek aan crowdfunding is het aantrekken van financiering door middel van het gebruik van een website, alwaar aan een grote groep mensen, niet zijnde professionele instellingen zoals banken, investeringsorganisaties of '*business angels*', om een relatief geringe financiële bijdrage voor een te verwezenlijken doel wordt gevraagd.[4] Investeren wordt hierdoor een laagdrempelige exercitie, toegankelijk voor iedereen met kleine financiële armruimte en een internetverbinding.[5] De initiatieven die middels crowdfunding gefinancierd worden variëren van bedrijfs- en projectfinanciering, tot een variëteit aan minder alledaagse initiatieven. Zo is crowdfunding ingezet om inwoners van Syrië te helpen bij hun revolutie, worden vrouwen met chirurgen en vermogende mannen in

---

[1] Onderzoek in opdracht van de Europese Commissie: De Kok e.a.,'*Do SMEs create more and better jobs?,* Zoetermeer: EIM 2011, p.131, www.ec.europa.eu (zoek op *SME create more better jobs*).
[2] Grundmann-van de Krol & Hijink, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht,* Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p.54.
[3] C.M. Grundmann-van de Krol, *Crowdfunding*, ONDR 2012/27.
[4] A. Schwienbacher en B. Larralde, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford: Oxford University Press 2010, p.3.
[5] Geschat wordt dat er in 2012 ongeveer 2.3 miljard mensen toegang tot het internet hebben, www.internetworldstats.com/stats.htm, geraadpleegd op 6 augustus 2012.

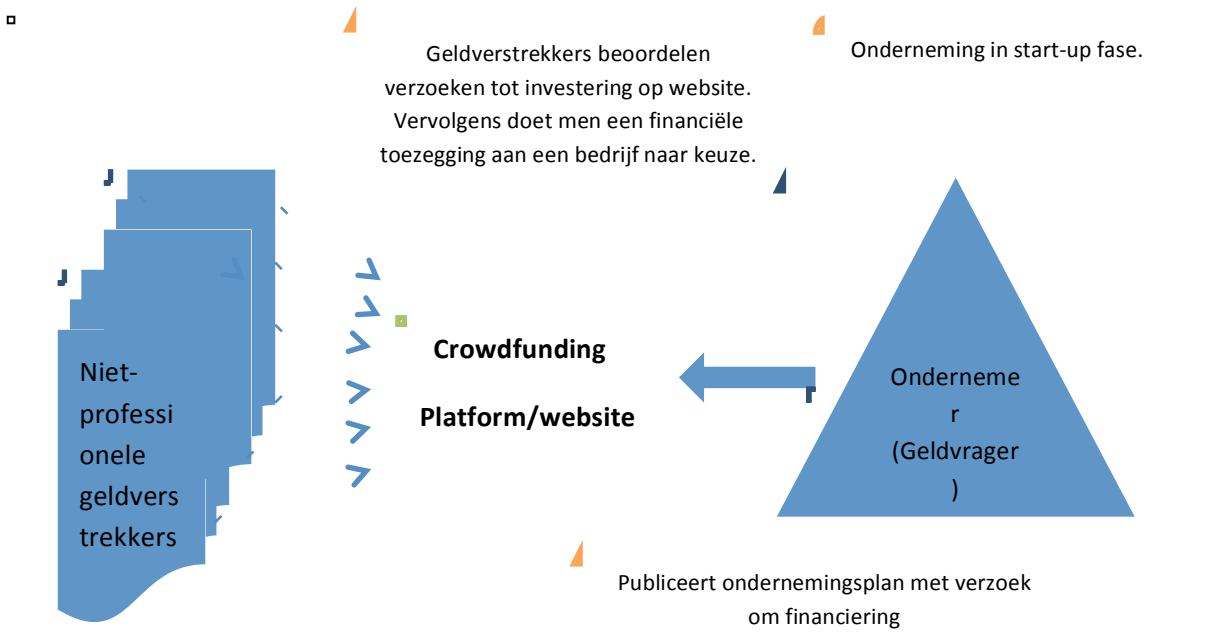
contact gebracht om borstimplantaten te financieren en is een vakantie gefinancierd voor vrouw die publiekelijk op internet werd gekleineerd door schoolkinderen.[6]

Crowdfunding in de vorm van bedrijfsfinanciering kan met name interessant zijn voor ondernemingen die zich in een fase bevinden waarin de financieringsmogelijkheden bij de "friends, family and fools" (FFF) zijn opgedroogd, terwijl de onderneming zich nog niet ver genoeg ontwikkeld heeft om interessant te zijn voor banken en andere investeerders vanwege een gebrek aan zekerheden. Voorts zijn verschaffers van risico kapitaal, zoals "business angels" en "venture capitalists" zich de afgelopen jaren meer gaan richten op grotere investeringen in verder ontwikkelde bedrijven, teneinde hun winsten te maximaliseren. Met name de "venture capitalists" lijken het investeren in het stadium van start-ups achter zich te hebben gelaten.[7] Vanuit het oogpunt van de ondernemer kan het overigens ook onaantrekkelijk zijn deze investeerders aan te trekken vanwege het noodzakelijk delen in de zeggenschap.[8] Kortom, er lijkt ruimte te bestaan voor crowdfunding tussen het bestaande aanbod van financieringsvormen; een zogenaamd "equity-gap". Zo zou er volgens onderzoek[9] een gat bestaan tussen de initiële financiering door FFF en financiering door "business angels". Voorts bestaat er eveneens een gat tussen de mogelijke financiering door "business angels" tot het punt waarop "venture capital funds" geïnteresseerd raken. Men veronderstelt dat crowdfunding deze gaten kan dichten.[10]

In de VS worden intussen al miljarden opgehaald middels crowdfunding. In Nederland is een explosieve groei waarneembaar van een half miljoen euro in 2010, naar 2,5 miljoen euro verdeeld over ongeveer 250 projecten 2011[11]. Vervolgens werd in de eerste helft van 2012 al 3 miljoen euro opgehaald middels crowdfunding. In 2012 werd crowdfunding ook voor het eerst meer gebruikt voor bedrijfsfinanciering dan voor creatieve projecten.[12]

---

[6] G. Koren, 'Crowdfunding: 9 bizarre projecten uit 2012', *Frank Watching* 31 augustus 2012, www.frankwatching.com (zoek op *crowdfunding bizarre projecten).*
[7] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[8] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[9] Collins & Pierrakis, *The Venture Crowd: crowdfunding equity investment in business,* NESTA, July 2012, p.17, www.nesta.org.uk (zoek op *Collins venture crowd).*
[10] Collins & Pierrakis, *The Venture Crowd: crowdfunding equity investment in business,* NESTA, July 2012, p.17, www.nesta.org.uk (zoek op *Collins venture crowd).*
[11] Douw & Koren, 'Crowdfunding breekt door: in 2011 is 2,5 miljoen euro gecrowdfund in Nederland', *Douw & Koren* 9 januari 2012, www.douwenkoren.nl (zoek op *2011 gecrowdfund*)
[12] Douw & Koren, 'Crowdfunding markt verdubbeld in eerste helft 2012', *Douw & Koren 14 augustus 2012,* www.douwenkoren.nl (zoek op *crowdfunding verdubbeld 2012*)



Er kunnen vier varianten van crowdfunding in twee verschillende categorieën worden onderscheiden. Allereerst crowdfunding zonder financieel winstoogmerk waarbinnen (I) eenzijdige donaties zonder tegenprestatie en (II) sponsoring, zonder direct financieel gewin voor de sponsor, vallen. Deze varianten hebben de basis gelegd voor het hedendaagse crowdfunding en werden met name ingezet door creatieve industrie.[13] De tweede categorie behelst crowdfunding mét winstoogmerk. Twee vormen van dit soort crowdfunding zijn: (III) bijdragen aan het vreemd vermogen in de vorm van een rentedragende lening en (IV) een directe investering in het eigen vermogen door het nemen van een participatie of aandelen, waarbij geldverstrekkers delen in de waardeontwikkeling van het bedrijf, ook 'equity' crowdfunding genoemd.[14] Deze laatste variant zal centraal staan in deze scriptie.

1.3 Rechtsvergelijking

De opkomst van crowdfunding is gezien de geschetste ontwikkelingen op de financiële markten en de moeilijkheden omtrent bedrijfsfinanciering op MKB niveau niet verrassend te noemen. Echter, in Nederland en de Verenigde Staten waren de mogelijkheden voor dergelijke ondernemingen om eenvoudig geld aan te trekken van het publiek, omwille van de bescherming van datzelfde publiek, bijzonder beperkt. De roep van ondernemers om alternatieve mogelijkheden van financiering én het besef van de rol die crowdfunding

[13] Z. Griffin, *Crowdfunding*: *Fleecing the American Masses,* p.3-4. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2030001
[14] Z. Griffin, *Crowdfunding*: *Fleecing the American Masses,* p.3-4. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2030001

kan spelen in het creëren van banen en daarmee het stimuleren van de economie, heeft er in de Verenigde Staten toe geleid dat de Amerikaanse overheid recentelijk een wetsvoorstel heeft aangenomen dat specifiek ziet op het verruimen van mogelijkheden van financiering door crowdfunding. Voor zover bekend is de Verenigde Staten hiermee het eerste land dat haar financieel-toezichtrechtelijke wetgeving ter stimulering van crowdfunding heeft aangepast. Middels de JOBS-act[15], welke nader wordt besproken in het tweede hoofdstuk, wordt beoogd duidelijkheid te creëren omtrent de wettelijke status van crowdfunding en de daarmee gepaarde regeldruk voor ondernemers te verlichten wanneer zij financiering, specifiek middels crowdfunding, nastreven.

Ook in Nederland wint crowdfunding aan populariteit. Zelfs traditionele financiers als banken zetten hun eigen crowdfundingplatformen in de markt[16], terwijl ook Nederlandse overheidsorganen zich tot crowdfunding richten.[17] De Nederlandse financiële toezichthouders hebben aangegeven zich te oriënteren op deze nieuwe vorm van financiering ten behoeve van de bescherming van het publiek.[18] Ook in Nederland bestaat echter onduidelijkheid over toepasselijke wet- en regelgeving. Het is daarom interessant om de Nederlandse financieel-toezichtrechtelijke situatie te onderzoeken en vervolgens te vergelijken met de Verenigde Staten, welke als voorloper op het gebied van crowdfunding moet worden beschouwd. Daar de nieuwe Amerikaanse JOBS-act ziet op de vorm van crowdfunding mét winstoogmerk, meer specifiek op equity-crowdfunding, zal de rechtsvergelijking zich omwille van vergelijkbaarheid eveneens richten op deze vorm.

Concluderend volgt dat deze scriptie in het teken van een onderzoek naar de regulering van crowdfunding middels de Amerikaanse JOBS-act en de Nederlandse Wet op het financieel toezicht staat, hetgeen zal resulteren in een rechtsvergelijking. Achtereenvolgens zal het op crowdfunding van toepasselijke zijnde financieel-toezichtrechtelijke kader in de Verenigde Staten (Hoofdstuk 2) en Nederland (Hoofdstuk 3) worden besproken. Vervolgens zal hoofdstuk 4 in het teken van de conclusies staan.

---

[15] Jumpstart Our Businesses Startups Act, enacted on 5 April 2012.
[16] Het crowdfundingplatform "SEEDS" is een 100% dochter van ABN-Amro aldus de website van SEEDS: www.seeds.nl/over_seeds, geraadpleegd op 6 januari 2013.
[17] Persbericht, 'Gelderland zet crowdfunding in voor natuurbehoud', *Binnenlands Bestuur* 6 september 2012, www.binnenlandsbestuur.nl (zoek op *crowdfunding gelderland)*.
[18] Persbericht AFM & DNB, 'AFM en DNB oriënteren zich op crowdfunding', *Autoriteit Financiële Markten* 3 mei 2011, www.afm.nl (zoek op *AFM DNB crowdfunding)*.

2. Crowdfunding in de Verenigde Staten

2.1 Inleiding

Als reactie op het trage herstel van de economie in de Verenigde Staten, is door de Amerikaanse overheid gereageerd met de "Jumpstart Our Businesses Startups Act" (vanaf nu: JOBS-act).

"*A game changing bill*", aldus President Obama, toen hij deze wet op 5 april 2012 ondertekende.[19] De JOBS-act (uit de naam blijkt de intentie van de wetgever) beoogt de regulering van aanwending van kapitaal door nieuwe en kleine bedrijven te versoepelen, meer in het bijzonder het uitbreiden van de mogelijkheden tot crowdfunding. De wet wordt derhalve ook wel de "*Crowdfunding-Act*" genoemd. De wens om meer banen te creëren heeft er overigens wel aan bijgedragen dat dit wetsvoorstel met bijna onvoorstelbare eensgezindheid is aangenomen, vanuit de redenatie dat meer start-ups, dus meer bedrijven, tot meer banen leidt.[20]

De JOBS-act bevat een groot aantal vrijstellingen die beogen een veelheid aan toepasselijk zijnde regelgeving te versoepelen. De strenge regulering wordt namelijk gezien als kostbaar en een zware last voor kleine en startende ondernemingen. Voorts is geprobeerd het ondernemersbelang te balanceren tegen het belang van de bescherming van het publiek, meer specifiek de individuele, niet professionele beleggers, populair: "average Joe".[21]

Het fundament van de financiële regelgeving in de VS, de "1933 Truth in Exchanges Act[22]" (hierna: 1933 Act) en de "1934 Exchange Act[23]" (hierna 1934 Act), werden geïmplementeerd naar aanleiding van de beurscrash van 1929 en worden gekenmerkt door een stringente regulering van het aanbieden van effecten. Voorts werd middels de laatstgenoemde wet een financieel toezichthouder genaamd de "Securities and Exchange Commission" (SEC) in het leven geroepen.

---

[19] Gerber, 'The JOBS Act Signing: a Giant Step for Entrepeneurship in America'*, Time Business* 6 april 2012, www.business.time.com (zoek op *JOBS giant step entrepeneurship).*
[20] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.2. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2040953.
[21] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.6. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2040953.
[22] Securities Act of 1933, enacted on 27 May 1933.
[23] Securities Exchange Act of 1934, enacted on 6 June 1934.

2.2 Pre-JOBS-Act

Zoals wellicht bekend, was het in de Verenigde Staten voorheen enkel mogelijk om crowdfunding in te zetten op basis van het donatie of giften model[24], waarbij hoogstens een geringe materiële beloning in het vooruitzicht gesteld wordt. Het 'equity-model', waarbij effecten worden uitgeven aan het publiek was niet toegestaan, noch onder federale als statelijke wetgeving.[25]

Een ondernemer die effecten wilde aanbieden had dus twee keuzes, ofwel deze aanbieden met prospectus en registreren bij de SEC, ofwel de aandelen aanbieden onder een van de uitzonderingen.[26] Wanneer effecten worden uitgegeven zonder dat een uitzondering van toepassing is, dan moet de uitgever aan alle (periodieke) statelijke en Federale disclosure en compliance verplichtingen voldoen.[27] Het verplichte registratiedocument en de verplichte prospectus moeten voorts zeer gedetailleerde informatie bevatten, hetgeen een aanzienlijke inspanning vergt. Onder andere wordt uitgebreide informatie over de bedrijfsvoering, inzet van de gelden, evenals geverifieerde financiële verklaringen gevraagd; alles ten doele van het zo volledig mogelijk informeren van de investeerder.[28] De daarmee gepaard gaande kosten, waarbij gedacht moet worden aan een SEC registratie tarief en de kosten voor accounting en juridisch advies, maakt registreren een vrijwel onmogelijke exercitie voor startende bedrijven.

2.3 Vrijstellingen

De drie belangrijkste uitzonderingen ten aanzien van het hierboven beschrevene, die gericht zijn op het aantrekken van gelden door de kleine en startende ondernemers, worden "Regulation A", "Regulation D" en "Private Placement" vrijstelling genoemd.

2.2.1 Regulation A

Regulation A, ook wel mini-registratie genoemd vanwege de vereenvoudigde registratie, verleent een vrijstelling voor een aanbod aan het publiek met een waarde minder dan 5 miljoen dollar over een periode van 12 maanden. De uitgever mag echter niet veroordeeld zijn voor financiële vergrijpen. Voornaamste voordelen ten faveure van crowdfunding zijn het feit dat er geen beperking van het aantal investeerders is, noch

---

[24] Voorbeelden zijn: "Kickstarter" of Sellaband".
[25] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.4. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2046051.
[26] Z. Griffin, *Crowdfunding*: *Fleecing the American Masses,* p.11. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=2030001.
[27] Section 5 of the Securities Act of 1933.
[28] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.12. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051.

hoeven deze een bepaalde kennis van zaken te hebben. Regulation A vereist verder een relatief vereenvoudigd registratiedocument van aanbod dat door de SEC goedgekeurd moet worden, inhoudende onder andere de financiële staat van de onderneming, haar bestuur en voornaamste aandeelhouders, een risicoanalyse en het doel waarvoor de aan te trekken gelden gebruikt zullen worden. Ook is er geen sprake van een periodieke disclosure verplichting, noch de noodzaak tot het overleggen van een gevalideerde financiële verklaring.[29] Echter, voor beginnende bedrijven lijken deze compliance verplichtingen en kosten alsnog te hoog zijn, getuige het feit dat er zeer weinig gebruik van gemaakt wordt.[30] Voorts is het maximaal aan te trekken bedrag van 5 miljoen dollar te laag is in relatie tot de kosten die ervoor gemaakt moeten worden. De gemiddelde kosten van een Regulation A aanbod liggen tussen de 40 en 60 duizend dollar,[31] een nabij onneembare horde voor een startend bedrijf.

2.2.2 Regulation D.

Regulation D kent drie aparte regels, 504, 505 en 506. Karakteristiek aan deze regels is dat hieronder geen doorverkoop mag plaatsvinden en dat uitgevers of tussenpersonen de effecten niet actief mogen aanbieden, buiten de besloten kring van mensen met wie een bestaande relatie bestaat of welke gekwalificeerde beleggers zijn.

Binnen regel 504 kan er zonder te registreren tot 1 miljoen dollar aan effecten binnen een periode van 12 maanden verkocht worden, terwijl er geen restrictie voor het aantal investeerders geldt. Echter, regel 504 kent een uitzondering ten aanzien van het actief aanbieden van effecten, hetgeen is toegestaan zolang het aanbod voldoet aan de vereisten van de betreffende Staat. Actieve verkoop is in dit geval echter beperkt tot gekwalificeerde investeerders.[32] Regel 505 staat het aanbieden van effecten tot 5 miljoen dollar toe binnen een periode van 12 maanden aan een ongelimiteerd aantal investeerders, waarvan maximaal 35 investeerders niet hoeven te voldoen aan de kennis of financiële vereisten. Regel 506 bevat geen maximum bedrag ter waarde waarvan effecten mogen worden verkocht, maar limiteert eveneens het aantal niet gekwalificeerde investeerders tot 35.[33] Zoals duidelijk is geworden, biedt geen van deze

[29] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.13-15. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051.
[30] In 2010 werden 25 verzoeken bij de SEC gedaan, waarvan er 7 werden toegekend. Securities and Exchange Commission, http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/acsec103111presentation.pdf.
[31] S. Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws,* Colombia Business Law Review Vol.2012, p.48.
[32] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.17. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.
[33] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.18. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.

regels soelaas ten opzichte van crowdfunden[34], waarbij men juist richt op de massa van het publiek, hetgeen door de bovenstaande regels beperkt wordt middels het niet actief mogen aanbieden aan het publiek, dan wel door het beperken van het aantal niet gekwalificeerde personen die kunnen investeren.

2.2.3 Private placement vrijstelling

De private placement vrijstelling vrijwaart de uitgever van de registratieplicht van 4(2) van de 1933 Act, indien de aanbieding geen publiekelijk aanbod betreft. Het Amerikaanse Hooggerechtshof heeft duidelijk gemaakt dat een aanbod niet publiekelijk is, wanneer het gedaan wordt aan mensen die genoeg kennis en ervaring met financiële en zakelijke situaties hebben om het risico in te kunnen schatten en derhalve geen bescherming nodig hebben. Hiertoe heeft men wel informatie nodig, vergelijkbaar aan dat in het registratiedocument.[35] Gezien de beslotenheid van het aanbod en het feit dat men informatie over de capaciteiten van de geldverstrekkers moet verkrijgen, is deze vrijstelling niet eenvoudig voor crowdfunding te gebruiken, daar dergelijke informatie via het internet moeilijk te achterhalen is. In de literatuur is wel geopperd om een vragenlijst, dan wel quiz in te laten vullen wanneer een geldverstrekker wilt investeren.[36] Hiermee zou aansprakelijkheid kunnen worden afgewenteld, maar het is echter onduidelijk waar een dergelijke test exact aan zou moeten voldoen.

2.3 JOBS-act

De JOBS-act bestaat uit een verzameling van verschillende ideeën die deregulering nastreven en zijn als gevolg daarvan gebundeld in een wetsvoorstel; De JOBS-Act. Deze kent drie hoofdthema's, waarop hieronder achtereenvolgens zal worden ingegaan; crowdfunding, *"emerging growth companies"* (EGC's) en een uitzondering voor kleine effectenuitgifte.

2.3.1 Crowdfunding

De JOBS-act wijzigt zowel de 1933 als de 1934 Securities Act. Hiermee wordt crowdfunding een erkende financieringsmogelijkheid, waarvan de geaccepteerde definitie

[34] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.15. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051.
[35] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.13. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.
[36] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.14. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.

"*the use of internet to raise money through small contributions from a large number of investors"* is.[37]

De JOBS-act creëert een uitzondering voor crowdfunding transacties welke wordt opgenomen als par.4(6) van de 1933 Securities Act. Vanuit het oogpunt van de geldvrager maakt deze uitzondering het mogelijk om tot een bedrag van 1 miljoen dollar per twaalf maanden aan investeringen op te halen zonder dat voldaan hoeft te worden aan de stringente disclosure en compliance van section 5, 1933 Act, welke hiervoor al zijn besproken. Dit bedrag is genereus te noemen, gezien het feit bij de meeste start-ups veelal substantieel kleinere bedragen gemoeid zijn.

Ondanks het feit dat vroegere versies van het wetsvoorstel geen registratievereisten bevatten, is er alsnog een registratieplicht bij de SEC toegevoegd. Bij de SEC moet een document inhoudende basis informatie over de uitgever, namen van directie, namen van aandeelhouders die meer dan 20% van de aandelen houden, een beschrijving van de onderneming en haar ondernemersplan, een beschrijving van de financiële gesteldheid van de uitgever, het beoogde doel van de aan te trekken gelden, alsmede de beoogde hoogte van het op te halen kapitaal, naast updates over de voortgang en de deadline voor het ophalen van dit bedrag. Tevens moet het de prijs bevatten, een beschrijving van de eigenaars en kapitaalstructuur van de uitgever en moet al deze informatie schriftelijk ter beschikking worden gesteld aan de investeerder. Ten aanzien van informatie betreffende de financiële gesteldheid geldt; des te meer geld gevraagd wordt, des te meer disclosure vereist is.[38] Er mag voorts alleen reclame gemaakt worden die verwijst naar de geregistreerde tussenpersoon die de transactie afhandelt.[39] Deze tussenpersoon wordt nader besproken in onderdeel 2.3.1.1.

Indien beoogd wordt een bedrag lager dan 100.000 dollar aan te trekken, dan moet de belastbare omzet over het voorgaande jaar worden vrijgegeven alsmede, indien van toepassing, een financiële verklaring over het afgelopen jaar die vastgesteld is door het management. Bij het willen aantrekken van 100.000 tot 500.000 dollar moet een financiële verklaring worden gepubliceerd die is geïnspecteerd door een onafhankelijke

[37] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.8. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953
[38] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.10. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953.
[39] H. Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Special Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure, p.1755. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=1954040.

publieke accountant, conform de standaarden en procedures van SEC.[40] Enkel wanneer de uitgever meer dan 500.000 dollar beoogd op te halen moet er een accountantscontrole plaatsvinden en kan de uitgever verplicht worden om meer financiële informatie, en vaker dan één maal per jaar, te publiceren.[41]

2.3.1.1 Funding Portal

Zoals al kort aangestipt, mag de geldvrager (dus uitgevende instelling) zelf geen aanbod aan het publiek doen onder de voorgenoemde regeling, maar moet de crowdfunding transactie uitvoeren middels tussenkomst van een nieuw gecreëerde, bij de SEC te registreren, tussenpersoon die "Funding Portal" genoemd wordt. Deze ontvangt een beperkte uitzondering van de registratieplicht en moet lid worden van de nationale vereniging voor effecten.[42]

Het betreft een nieuwe vorm van bemiddelaar bij een transactie inhoudende een aanbod of verkoop van effecten ten behoeve van een derde, specifiek in het kader van de uitzondering van artikel 4(6) van de 1933 Securities Act. Een funding portal verleent geen advies of aanbevelingen, stimuleert geen verkoop van het aangebodene, noch beloont zij werknemers en derden om de verkoop van de aangeboden effecten te stimuleren om de prikkel en het persoonlijk belang bij verkoop weg te nemen. Daarnaast mag het geen kapitaal onder zich houden, beheren, in bezit hebben of anderzijds gebruiken en mag zij geen activiteiten verrichten anders dan die de SEC goedkeurt.[43] Deze beperkingen zijn opgelegd om fraude te voorkomen en (met name ongeïnformeerde) investeerders te beschermen tegen ongewenste aankopen.

Deze bemiddelaar heeft voorts als taak, ter voorkoming van fraude, een due dillegence onderzoek uit te voeren naar de achtergrond en financiële antecedenten van de uitgever en haar directies.[44] Naast de reguliere vereisten die aan bemiddelaars worden gesteld, heeft men een additioneel vereiste gesteld aan de funding portal, die inhoudt dat deze er op moeten toezien dat de investeerders de gepubliceerde informatie lezen. Daarnaast heeft zij de verantwoordelijkheid om na te gaan of de investeerders hebben begrepen dat zij hun hele investering zouden kunnen verliezen en of zij dit verlies ook kunnen dragen. Investeerders moeten in staat zijn om vragen ten beantwoorden over algemene risico's die men loopt bij het investeren in start-ups, emerging growth companies en kleine

[40] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.10. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953.
[41] Par 4A(b)(4). 1933 Securities Act.
[42] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.27. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051
[43] Par.304(a)(1) JOBS-Act.
[44] Par. 4(6)(B) 1933 Securities Act.

uitgave van effecten. Daarnaast kan de SEC nog verdere kennisvereisten vaststellen.[45] Onduidelijk is echter hoe een funding portal een dergelijke screening in de praktijk zou moeten vormgeven. Voorts rijst hierbij de vraag in hoeverre dergelijke tussenpersonen aansprakelijk gehouden kunnen worden wanneer een bemiddelaar de informatie niet gelezen heeft, of niet snapt. Het is immers de vraag of "average Joe" enig besef heeft van de algemene voorwaarden. De vraag doemt op in hoeverre deze tussenpersoon in dat geval aansprakelijk is voor de geleden verliezen.

2.3.1.2 Vereisten aan investeerders

Niet alleen zijn er beperkingen voor de uitgever en het funding portal, ook aan de investeerders worden eisen gesteld teneinde diezelfde investeerders te beschermen.

Indien het vermogen van de investeerder of het jaarlijks inkomen lager is dan 100.000 dollar, dan mag deze investeerder maximaal 2.000 dollar of 5% van zijn jaarlijkse inkomen investeren. Als het totale vermogen of het jaarlijkse inkomen gelijk of hoger is dan 100.000 dollar, dan mag de investeerder het laagste bedrag van óf maximaal 100.000 dollar óf 10% van zijn jaarlijkse inkomen investeren. Deze vereisten moet nog nader worden ingevuld, daar het tot op heden onduidelijk is of bijvoorbeeld het huiseigenaarschap meetelt voor het eigen vermogen. Indien dat wel het geval zou zijn, dan komen ook veel huiseigenaren met (te?) lage inkomens boven de 100.000 dollar grens,[46] hetgeen wellicht niet in de bedoeling van de wetgever ligt. Onder deze vrijstelling is het overigens niet toegestaan om binnen één jaar de effecten door te verkopen, anders dan aan de uitgever, een familielid of een geregistreerd bod. Hiermee kan dus enkel een secondaire markt gevormd van effecten uit de 4(6) vrijstelling die meer dan één jaar oud zijn.

Voorts moet worden opgemerkt dat er een overlap bestaat tussen de verschillende categorieën, waardoor het onduidelijk is welke regel van toepassing is op een individu. Ter illustratie: wanneer iemand een totaal vermogen van 110.000 dollar bezit, terwijl deze ook een een jaarlijks inkomen van 70.000 dollar geniet. Valt deze dan onder de eerste of de tweede categorie? Volgens de eerste categorie mag deze persoon, aangezien het jaarlijkse inkomen lager is dan 100.000 dollar, maximaal 2.000 dollar inleggen. Echter, deze persoon bezit ook een totaal vermogen dat hoger is dan 100.000 dollar. Uit de tweede regel volgt dat de investeerder dan het laagste bedrag van óf 100.000 euro óf 10% van het jaarlijkse inkomen (dat 70.000 dollar bedraagt) mag inleggen, dus

[45] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.27. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051
[46] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.13. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953

maximaal 7.000 dollar. Onduidelijk is of, en welke van beide regels in dit geval voorrang dient te krijgen, of dat bijvoorbeeld de uitkomst van beide berekeningen cumuleert.

2.3.2 Emerging Growth Companies

Naast de nieuwe funding portal, heeft de JOBS-act nog een nieuwe term gecreëerd; de "Emerging Growth Company". Hiermee worden de strenge disclosure en compliance verplichtingen die gesteld worden aan ondernemingen die effecten uitgeven versoepeld, in de eerste vijf jaren na de primaire emissie.[47] Hiermee wordt beoogd dat meer bedrijven "publiek" zullen gaan. Een EGC is gedefinieerd als een een uitgever van effecten waarvan de jaarlijkse omzet lager is dan 1 miljard dollar gedurende het meest recente fiscale jaar. Een onderneming verliest deze status: vijf jaar na haar primaire emissie; wanneer zij meer dan 1 miljard dollar gedurende een driejarige periode aan obligaties heeft uitgezet; of wanneer zij een zogenaamde "*large accelerated filer*"[48] wordt.

De voordelen van een status als EGC is dat onder andere geen informatie over het salaris van het bestuur gepubliceerd hoeft te worden. Ten tweede kan de EGC opteren voor een besloten procedure bij het indienen van een registratiedocument bij de SEC, waarna pas 21 dagen voor de "roadshow" alles publiekelijk hoeft te worden ingediend. Ook hoeft dit document slechts twee jaar aan financiële verklaringen te bevatten en gelden er tevens minder strenge boekhoudingsvereisten, zoals het vervallen van de externe auditvereiste.[49] Te beargumenteren valt dat hiermee wel belangrijke informatieverschaffing aan het publiek vervalt, dat zeker na de crises erg geïnteresseerd is in de honorering van het bestuur en de financiële gesteldheid van een overneming.

Ook de benadering van investeerders wordt versoepeld. Effecten mogen direct worden aangeboden aan gekwalificeerde beleggers en institutionele investeerders. Dit geldt tevens ten aanzien van het aanbieden van effecten aan personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, voor zover de EGC er in redelijkheid vanuit kon gaan dat de persoon in kwestie wel een gekwalificeerde belegger betrof.[50] Hiermee wordt het dus voor relatief(!) kleine bedrijven eenvoudiger investeerders aan te trekken, alhoewel deze

---

[47] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.14. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953.
[48] Een "large accelerated filer" heeft onder andere wereldwijd tussen de 75 en 700 miljoen op jaarbasis uit staan aan publieke aandelen, Par.2 Rule 12b-2 1934 Securities Exchange Act.
[49] T. Martin, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd,* p.15. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2040953.
[50] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.26. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051.

zich niet uit hoofde van deze vrijstelling direct op de "average Joe" kunnen richten en deze vrijstelling dus niet ziet op het pure crowdfunden.

De JOBS-act wijzigt verder ook enkele meldingsvereisten als gesteld in de 1934 Act.[51] Een bedrijf is verplicht is zich te registreren bij de SEC, wanneer de uitgave van een type uitgegeven effect 10 miljoen dollar aan waarde overstijgt en aan meer dan 500 gekwalificeerde beleggers of 2000 niet-gekwalificeerde beleggers is gegund.[52] Investeerders kunnen op deze wijze onder andere langer onbekend blijven.

2.3.3 Vrijstelling voor kleine emissies

Zoals al eerder besproken, bieden Regulation A & D de mogelijkheid tot een versoepelde procedure aangaande het aanbieden van effecten tot 5 miljoen dollar. De JOBS-act wijzigt het plafond van Regulation A van 5 naar 50 miljoen dollar per 12 maanden.[53] De effecten mogen vrijelijk aan het publiek worden aangeboden en verkocht, waarbij ook geen beperking geldt voor wat betreft het doorverkopen van de effecten. Wel vereist is dat de uitgever jaarlijks geauditeerde financiële verklaringen indient bij de SEC en zich committeert aan nadere door de SEC te stellen voorwaarden, waaronder bijvoorbeeld het opstellen van een aanbod document.

2.3.4 Eerste observaties

De JOBS-act beoogt het eenvoudiger te maken voor kleine en startende bedrijven om additionele financiering te verkrijgen. De Amerikaanse overheid maakt middels deze aanpassing in de wetgeving zeer duidelijk dat men bereid is stappen te zetten om het ondernemers- en financieringsklimaat te verbeteren, ook middels het toestaan van crowdfunding. Hierbij zoekt men naar de balans tussen het ondernemersbelang van deregulering en een adequate niveau van investeerderbescherming. Hieronder volgen enkele observaties en kanttekeningen ten aanzien van de JOBS-act.

Argumenten tegen crowdfunding vrijstellingen

Een belangrijk argument in de literatuur tegen de crowdfunding vrijstellingen is het feit dat men zich af moet vragen of men het moet toestaan dat 'average joe's', met beperkte kennis en financiële middelen, zouden moeten kunnen investeren in projecten waarin traditionele investeerders zoals banken en zelfs de meer tot risico bereid zijnde 'business angels' en 'venture capital funds' geen heil zien. Daar tegenover staat dat voorstanders van crowdfunding vinden dat investeren juist niet beperkt moet zijn tot welgestelden en

[51] Section 12(g) 1934 Act.
[52] A. Fink, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act,* p.26. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2046051.
[53] Par. 3(b)(2)(A) 1933 Act.

professionals in de maatschappij. Tegenstanders wijzen voorts op de gevaren van het verlagen van de disclosure vereisten voor bedrijven, die in contrast staan met alle regulering sinds de beurscrash van eind jaren twintig. Des te minder informatie een bedrijf hoeft te delen, des te meer gevoelig zal het systeem worden voor fraude. Het wordt daarmee veel lastiger voor investeerders om de risico's in te schatten. Daarnaast zal vertrouwd moeten worden op repressieve maatregelen van de toezichthouders in het geval er iets mis gaat. Registratieplichten zouden daarom beschouwd kunnen worden als de eerste en beste bescherming voor investeerders, niet in de laatste plaats en misschien wel juist voor diegenen die het zo hard nodig hebben, de niet-professionele beleggers.[54] Zeker in het geval van start-ups, waar de succes-faal ratio niet gunstig is en waar fraude vaak voor komt.[55] Griffin[56] stelt voorts dat internet als instrument an sich een groot risico oplevert, daar internet en fraude door bijvoorbeeld anonimiteit hand in hand gaan. Overigens heeft de geschiedenis dit volgens een auteur al aangetoond. Regel 504 bevatte voorheen geen disclosure verplichtingen, noch een verbod van het actief aanbieden van de effecten of door verhandelen. De opkomst van het internet zorgde voor het bereiken van het grote publiek en veel van deze mogelijkheden werden misbruikt om frauduleuze effecten aan de man te brengen. Hierop heeft de SEC regel 504 aangepast naar haar huidige vorm.[57] Voorts betwijfelen meerdere auteurs de mogelijkheden van de SEC om goed toezicht te houden op de nieuwe vormen van financiering, waarmee ook op een capaciteits-en prioriteitskwestie wordt gewezen gezien het bestaan van andere probleemgebieden waar de financiële inzet hoger is.[58]

Argumenten vóór crowdfunding vrijstellingen.

Tegenover de genoemde gevaren, staan voorts de voordelen van vrijstellingen van de reguliere vereisten voor kleine en startende bedrijven ten aanzien van het aantrekken van publieke gelden door het aanbieden van effecten.

In het huidige economische klimaat is het niet eenvoudig om financiering aan te trekken; noch van traditionele geldverschaffer, noch van verschaffers van risicokapitaal. De

[54] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.45. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.
[55] Heminway & Hoffman, *Proceed at your Peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933,* Tenessee Law Review vol. 78:879, p.937. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=1875584.
[56] Z. Griffin, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses,* p.18. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2030001.
[57] Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Special Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure, p.1763. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=1954040.
[58] Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Special Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure, p.1755. Available on SSRN: ssrn.com/abstract=1954040.

'huidige'[59] registratievereisten die gemoeid zijn met het publiekelijk aanbieden van effecten zijn daarnaast vrijwel onmogelijk haalbaar voor kleine en startende ondernemingen. In dit financierings-gat kan crowdfunding voorzien, waar het publiek steeds eenvoudiger bereikt en geactiveerd kan worden middels gebruik van het internet.[60] In zijn algemeenheid vormen kleine bedrijven voorts de motor van de economie door te zorgen voor werkgelegenheid en innovatie, hetgeen een uitbreiding van de mogelijkheden tot financiering kan verantwoorden.

Echter, ondanks de goede bedoelingen van de wetgever, heeft de grote politieke aandacht voor crowdfunding ervoor gezorgd dat de voorstellen in de JOBS-act van aanvankelijk relatief eenvoudige, kleinschalige vrijstellingen, geworden zijn tot een wirwar van beperkingen, verplichtingen en aansprakelijkheidskwesties, voor zowel de uitgever, eventuele tussenpersonen als de geldverstrekkers zelf. De eerder besproken te treffen balans tussen een gezond ondernemingsklimaat en investeerderbescherming lijkt enigszins te zijn doorgeslagen richting de laatstgenoemde. De reden hiervoor kan gevonden worden in het feit dat het wijziging van regelgeving betreft waarbij 'normale' burgers, niet zijnde professionele marktpartijen, als potentiële investeerders betrokken zijn. Een voorbeeld is de vereisten die gesteld worden aan de kennis en het financieel vermogen van de investeerders, dat door de uitgever, al dan niet de tussenpersoon, moet worden getoetst. Behalve dat onduidelijk hoe een dergelijke test eruit moet zien en de kosten die gemoeid zijn bij een dergelijke exercitie, valt nog af te vragen of en wie aansprakelijk is wanneer een investering mislukt en een investeerder toch niet blijkt te voldoen aan de vereisten?[61] De crowdfunding vrijstelling van 4(6) wordt daarmee onnodig ingewikkeld en kostbaar gemaakt. Wrang daarbij is dat kleine bedrijven nog steeds relatief hoge barrières opgeworpen krijgen bij hun mogelijkheden tot financiering, niet in de laatste plaats door de hoge kosten van compliance en disclosure, terwijl de hoge plafonds die gesteld gezet worden, andere grote, al gevestigde bedrijven doen profiteren door een verlichting ten opzichte van de reguliere registratieplicht. Dit geldt ook zeker in het geval van de EGC's. Auteurs, zowel voor- als tegenstanders van crowdfunding vrijstellingen zijn het er overigens over eens dat de plafonds dermate genereus zijn dat deze geen beperkingen zullen opleveren voor het merendeel aan crowdfunding initiatieven.

---

[59] Met 'huidige' wordt de wetgeving vóór de wijzigingen van JOBS-act bedoeld.
[60] Heminway & Hoffman, *Proceed at your Peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933,* Tenessee Law Review vol. 78:879, p.931. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=1875584.
[61] S. Cohn, *The New Crowdfunding Exemption: Good Idea, Bad Execution,* p.14-15. Available on ssrn: ssrn.com/abstract=2066016.

3. Crowdfunding in Nederland

3.1 Inleiding

Dit hoofdstuk zal ingaan op de toepasselijkheid van de Nederlandse Wft op de verschillende partijen die betrokken zijn bij crowdfunding.

3.2 Toezicht in Nederland

Nederland kent een, veelal door Brussel ingegeven, omvangrijk systeem van toezicht op de financiële sector. In 2007 is de Nederlandse de wet- en regelgeving op dit gebied samengebracht in de Wet op het financieel toezicht (Wft).[62] De financiële crises en de daaropvolgende roep om meer toezicht evenals innovatie op het gebied van aanbod van financiële producten dragen er aan bij dat de financiële wetgeving aan constante veranderingen onderhevig is. Ongewenste gevolgen uit de markt leiden immers vaak tot nadere regelgeving.[63]

Het Nederlandse financieel toezicht vindt plaats volgens het zogenaamde "Twin Peaks" model waarbij prudentieel[64] toezicht plaatsvindt door De Nederlandsche Bank (DNB)[65] en gedragstoezicht[66] door de Autoriteit Financiële Markten (AFM).[67] Het prudentiële toezicht richt zich op de financiële soliditeit van financiële ondernemingen om de stabiliteit van de financiële sector te waarborgen. Het gedragstoezicht door de AFM ziet toe op transparante en ordelijke processen op de financiële markten en zorgvuldigheid in de omgang met cliënten.[68] Essentieel onderdeel van het toezicht is het verbod voor financiële ondernemingen om zonder een vergunning bepaalde financiële activiteiten te verrichten. Ondernemingen zijn in beginsel zelf verantwoordelijk na te gaan of een Wft-vergunning moet worden aangevraagd, hetgeen voor uitdagingen zorgt in het geval van nieuwe financieringsinitiatieven als crowdfunding.

Zoals al aangegeven, neemt het gebruik van crowdfunding als financieringsvorm in Nederland toe. Recentelijk hebben de AFM en DNB dan ook aangegeven zich te oriënteren op dit fenomeen.[69] Het gebruik van crowdfunding heeft volgens de

---

[62] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.17.
[63] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.71.
[64] Artikel 1:24 lid 1 Wft.
[65] Artikel 1:24 lid 2 Wft.
[66] Artikel 1:25 lid 1 Wft.
[67] Artikel 1:25 lid 2 Wft.
[68] 'Factsheet DNB, 'Prudentieel toezicht', *De Nederlandsche Bank* 1 januari 2007, www.toezicht.dnb.nl/2/50-202224.jsp.
[69] Persbericht AFM & DNB, 'AFM en DNB oriënteren zich op crowdfunding', *Autoriteit Financiële Markten* 3 mei 2011, www.afm.nl (zoek op *AFM DNB crowdfunding)*.

toezichthouders namelijk ook een keerzijde. Identiteitsfraude, geen tot weinig inzicht in de kans van slagen van de onderneming en dus de investering, ondeskundigheid van geldverstrekkers, wanbetaling en het verstrekken van onbetrouwbare informatie over rendementen en valutarisico's. Dit zijn slechts enkele voorbeelden die de Nederlandse toezichthouders noemen.[70]

3.3 Wettelijk kader

Zowel vanuit het oogpunt van bescherming van het publiek, als bezien vanuit het perspectief van de ondernemer is het van belang te onderzoeken aan welke wettelijke bepalingen crowdfunding in Nederland gebonden is. Aangenomen wordt dat crowdfunding een hoge vlucht genomen heeft vanwege een discrepantie tussen de behoefte om financiering van kleine en startende ondernemers en de (on)wil om deze ter beschikking stellen door traditionele financiers zoals banken. Door het publiek aan te spreken hopen deze ondernemers derhalve de benodigde liquide middelen aan te trekken. Daarbij moet echter wel de financiële regelgeving dat als doel het beschermen van het publiek heeft, in ogenschouw genomen worden.

Achtereenvolgens worden de verschillende partijen die betrokken zijn bij crowdfunding voor wat betreft de relevante regelgeving besproken: onderneming, crowdfundingplatform en investeerder. In het licht van de hiervoor besproken JOBS-act zal hoofdzakelijk, maar niet uitsluitend, ingegaan worden op equity-vorm van crowdfunding. Daarnaast zullen kort additionele verboden en vergunningplichten besproken worden.

3.4 Onderneming

3.4.1 Crowdfunding middels effectenuitgave

Het aanbieden van effecten door een onderneming aan het Nederlandse publiek is geen activiteit waarvoor een vergunning noodzakelijk is.[71] Echter, de uitgevende instelling is wél verplicht om een prospectus op te stellen en algemeen verkrijgbaar te maken voor het publiek, dat bovendien goedgekeurd dient te zijn door de AFM.[72] Dit is een kostbare en vrijwel onmogelijke horde voor een startende onderneming. Aangezien de prospectusplicht geldt bij het op de markt brengen van effecten, zal hieronder eerst ingegaan worden op dit begrip.

---

[70] Persbericht AFM & DNB, 'AFM en DNB oriënteren zich op crowdfunding', *Autoriteit Financiële Markten* 3 mei 2011, www.afm.nl (zoek op *AFM DNB crowdfunding)*.
[71] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.8.
[72] Artikel 5:2 Wft.

3.4.1.1 Effecten

Aandelen en obligaties kunnen effecten zijn in de zin van de Wft.[73] Ingevolge artikel 1:1 Wft zijn effecten "(a) *verhandelbare* aandelen of een ander daarmee gelijk te stellen *verhandelbaar* waardebewijs of recht niet zijnde een appartementsrecht; (b) *verhandelbare* obligaties of andere *verhandelbare* schuldinstrumenten; of (c) alle andere door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven *verhandelbare* waardebewijzen, waarmee een in onderdeel a of b bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld."

De verhandelbaarheid is van groot belang voor de definitie van effect[74] en daarmee of een van de toezichthouders het prospectus behoort goed te keuren alvorens de effecten mogen worden aangeboden. De AFM kiest in haar beleidsregels voor een ruim economisch begrip van verhandelbaarheid: "*in alle situaties waarin het economisch belang van een deelnemingsrecht of waardebewijs kan worden overgedragen aan een derde, vindt de AFM dat beleggers moeten kunnen beschikken over uitgebreide informatie*".[75] De AFM onderkent drie voorwaarden voor verhandelbaarheid; mate van standaardisatie, overdraagbaarheid van het deelnemingsrecht en "verhandelmogelijkheden". Wanneer men het predicaat "verhandelbaar"[76] wilt voorkomen, vanwege de ruime opvatting van het begrip door de AFM, zal men niet alleen de verhandelbaarheid moeten uitsluiten in haar voorwaarden, maar ook alle schijn daarvan moeten voorkomen. Zo moet het waardebewijs of deelnemingsrecht tevens formeel-juridisch teniet kunnen gaan, zonder dat daarvoor een andere participatie in de plaats wordt gesteld.[77]

Naast het feit of er sprake is van een verhandelbaar waardebewijs, kortom een effect in de zin van de Wft, moet men ook beducht zijn op het algemene verbod van aantrekken van opvorderbare gelden[78], dan wel het kwalificeren als financieel instrument in de zin van de Wft. Op beide mogelijkheden wordt verderop ingegaan. Eerst zal op de prospectusplicht en de uitzonderingen daarop worden ingegaan.

---

[73] Artikel 1:1 Wft.
[74] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.
[75] 'Beleidsregel Verhandelbaarheid', *Autoriteit Financiële Markten* 15 februari 2011, p.5, www.afm.nl (zoek op *beleidsregel verhandelbaarheid).*
[76] Het volledige toetsingsschema kan gevonden worden in: de Beleidsregel Verhandelbaarheid (hierboven geciteerd).
[77] 'Beleidsregel Verhandelbaarheid', *Autoriteit Financiële Markten* 15 februari 2011, p.8, www.afm.nl (zoek op *beleidsregel verhandelbaarheid).*
[78] Artikel 3:5 Wft.

3.4.1.2 Verbod aanbieden effecten

Evenals in de VS, is het in Nederland ingevolge artikel 5:2 Wft verboden om in Nederland effecten aan het publiek aan te bieden, dan wel te doen toelaten tot de handel of gereglementeerde markt, wanneer ten tijde van het aanbod geen door de AFM goedkeurde prospectus algemeen verkrijgbaar was.[79] Deze prospectusplicht is eveneens terug te vinden in artikel 3 lid 1 van Richtlijn 2003/71/EG: "De lidstaten staan aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe."[80] De AFM controleert de volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid van het prospectus, met inachtneming van de eisen als geformuleerd in de Prospectusverordening. Zij stelt nadrukkelijk dat dit geen garantie voor betrouwbaarheid van de aanbieder is, noch dat zij de aanbieding als zodanig goedkeurt.[81]

Juíst voor kleine en startende bedrijven is het opstellen van de prospectus een grote (financiële/juridische) drempel. Voortvloeiend vanuit de Europese Prospectusrichtlijn[82], bestaan er echter enkele vrijstellingen van de prospectusplicht van artikel 5:2 Wft. Grundmann-van de Kroll merkt ten aanzien hiervan op dat de waarborging van de efficiëntie van de markt geprevaleerd heeft boven de bescherming van de investeerder die gedegen informatie nodig heeft om een verantwoord oordeel te vellen over de aangeboden effecten.[83]

3.4.1.3 Uitzonderingen

Artikel 5:3 Wft bevat enkele uitzonderingen ten aanzien van het verbod van artikel 5:2 Wft. Er behoeft geen prospectus te worden opgesteld en goedgekeurd door de AFM[84] indien effecten (a) enkel aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden, (b) indien deze aan maximaal 150 personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, worden aangeboden, (c) de aangeboden effecten slechts kunnen worden verworven tegen een waarde van 100.000 euro, (d) de nominale waarde per effect ten minste 100.000 euro bedraagt of (e) indien de totale tegenwaarde van de aan het publiek aangeboden effecten binnen de EER een totale waarde van minder dan 100.000 euro vertegenwoordigen, gemeten over een periode van 12 maanden.

---

[79] D. Busch, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten,* betekenis van en toelichting bij artikel 5:2 Wft, Kluwer 2010 (elektronisch geraadpleegd).
[80] Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) van 31 december 2003.
[81] Persbericht AFM, 'Veel onduidelijkheid over betekenis goedgekeurd prospectus', *Autoriteit Financiële Markten* 6 december 2012, www.afm.nl (zoek op *onduidelijkheid betekenis prospectus)*.
[82] Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) van 31 december 2003.
[83] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.152.
[84] Artikel 5:6 e.v. Wft.

De kracht van crowdfunding ligt in het bereiken van de menigte, de consumenten, dus juist ook niet-professionele beleggers, die samen door middel van relatief kleine bedragen een onderneming of project financieren.[85] Derhalve zijn de hiergenoemde vrijstellingen a t/m d niet bijzonder effectief voor crowdfunding, daar men beoogt meer dan 150 niet-gekwalificeerde beleggers te bereiken, terwijl een tegenwaarde van 100.000 euro veelal ondenkbaar is voor de reguliere consument, en de gedachte achter crowdfunding. De laatstgenoemde vrijstelling (e) biedt daarentegen wel mogelijkheden voor ondernemingen om zonder prospectus binnen een periode van 12 maanden maximaal 100.000 euro aan effecten uit te geven aan het publiek.

Voor wat betreft de uitzonderingen in artikel 5:3 Wft moet wel in aanmerking worden genomen dat ingevolge artikel 5:20 lid 4 Wft de uitgever wél de verplichting heeft om essentiële informatie, op welke wijze dan ook, te verstrekken aan *alle personen* tot wie het aanbod gericht is.[86]

Artikel 53 van de Vrijstellingsregeling Wft luidt voorts dat afdeling 5.1 van de Wft niet van toepassing is op het aanbieden van effecten aan het publiek wanneer deze effecten deel uit maken van een aanbieding welke binnen de EER, berekend per categorie en over de periode van twaalf maanden, een waarde heeft van minder dan 2,5 miljoen euro.

Wanneer dit aanbod tevens gericht is op de niet-gekwalificeerde belegger, dan moet men in de reclame-uitingen en documenten inhoudende het aanbod duidelijk vermelden dat de er geen verplichting voor de aanbieder bestaat tot het verstrekken van een door de AFM goedgekeurd prospectus, naast de vermelding dat er geen toezicht door de AFM plaatsvindt ten aanzien van de toelating en aanbieding van de effecten.[87]

Aangezien artikel 53 de toepasselijkheid van de gehele afdeling 5.1 Wft uitsluit, geldt voorts ook het hiervoor genoemde artikel 5:20 lid 4 Wft inzake het verstrekken van essentiële informatie niet.

In 2010 is de Prospectusrichtlijn herzien middels implementatie van richtlijn 2010/73/EU[88], welke het mogelijk maakt het drempelbedrag van de totale waarde van het aanbod te verhogen van 2,5 naar 5 miljoen euro.[89] Nederland heeft hier echter niet voor gekozen, daar artikel 53 lid 2 in de mogelijkheid voorziet per categorie een aanbod

---

[85] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[86] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.152.
[87] Artikel 53 lid 4 van de Vrijstellingsregeling Wft.
[88] Artikel 5:20 lid 5 Wft.
[89] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.159.

ter waarde van 2,5 miljoen euro aan effecten per jaar te doen. Door uitgifte van verschillende soorten effecten (bijvoorbeeld aandelen en obligaties) kan een onderneming dus al 5 miljoen euro per jaar aan effecten uitgeven. Verhoging van 2,5 naar 5 miljoen euro, zou een uitgifte van in totaal 10 miljoen euro zonder prospectus mogelijk maken, hetgeen als onwenselijk geacht wordt. Voorts maken nog meer landen niet gebruik van de mogelijkheid de grensbedragen te verhogen, terwijl Zweden het grensbedrag zelfs verlaagt naar 1 miljoen euro.[90]

Kortom, de Wft biedt de mogelijkheid voor een onderneming om effecten met een relatief lage tegenwaarde aan te bieden teneinde de onderneming te financieren, waarbij, mits men binnen de hierboven geschetste kaders opereert, wordt vrijgesteld van de prospectusverplichting van artikel 5:2 Wft. Gezien de kosten die gepaard gaan met het opstellen en laten goedkeuren van een prospectus, kan dit gezien worden als een gunstige regeling in het kader van crowdfunding door effectenuitgave. Men moet er echter wel op bedacht zijn dat bij gebruikmaking van de mogelijkheid van artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft, een drempel voor investeerders wordt opgeworpen in de vorm van waarschuwingen, ook wel "Wild West-bordje" genoemd[91], hetgeen de investeerdersbereidheid op negatieve wijze zou kunnen beïnvloeden.

Voorts moet nog opgemerkt worden dat de mogelijkheid tot differentiatie tussen de verschillende lidstaten voor wat betreft de grensbedragen bijzonder lastige situaties op kan leveren, zeker gezien het feit de grensbedragen gemeten worden binnen de EER-zone. Zo biedt het internet de mogelijkheid om eenvoudig in andere landen te investeren, terwijl het lastig kan zijn om te achterhalen uit welk land de geldvrager afkomstig is. Dit levert onzekerheid op voor de geldverstrekker, evenals de aanbieder, daar diens website en daarmee aanbod wellicht beschikbaar is voor mensen uit lidstaten waar niet dezelfde grensbedragen gelden. Harmonisatie van deze regels ligt derhalve voor de hand.

[90] *Kamerstukken I* 2011-12, 33 023, nr. B.
[91] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.157.

3.4.1.4 Oneerlijke handelspraktijken

Tenslotte moet nog worden opgemerkt dat aanbieders op een eerlijke manier handel moeten drijven en zich moeten houden aan de wet- en regelgeving. De wetgever heeft het nodig geacht consumenten nader te beschermen middels de Wet Oneerlijke Handelspraktijken (WOH)[92], welke misleidende en agressieve verkoop aan consumenten verbiedt. Aanbieders worden geacht juiste, begrijpelijke en niet-misleidende informatie te verstrekken. Als enkele voorbeelden van misleiding noemt de AFM het niet transparant zijn over kosten, risico's en beperkende voorwaarden, alsmede het wekken van misleidende garanties en verwachtingen.[93] Agressieve verkoop daarentegen beperkt de keuzevrijheid of de vrijheid van handelen van de gemiddelde consument, hetgeen neerkomt op het uitbuiten van een machtspositie ten aanzien van de consument en het uitoefenen pressie op zodanige wijze dat het vermogen van de consument om een geïnformeerd besluit te nemen, aanzienlijk wordt beperkt.[94] De WOH ziet op alle handelspraktijken, en omvat derhalve óók niet-onder-Wft-toezicht gestelde activiteiten. Voor zover het financiële dienstverlening betreft, handhaaft de AFM[95] de WOH, waartoe zij de middelen bestuurlijke boete (tot €450.000,-) en last onder dwangsom ter beschikking heeft.[96] Deze bevoegdheid geeft de AFM dus de mogelijkheid niet-onder-toezicht staande ondernemingen toch via de achterdeur op informatieverstrekking en praktijken te controleren. Voorts biedt de WOH de mogelijkheid aan consumenten om een vordering uit onrechtmatige[97] daad in te stellen. De consument hoeft enkel te stellen dat er sprake is van een oneerlijke handelspraktijk en dat deze schade heeft geleden. Aan de handelaar vervolgens de plicht, zowel ten aanzien van een ingestelde vordering door een consument, alsook ingeval van handhaving door de AFM, om te bewijzen dat zijn informatie materieel juist en volledig is geweest in het licht van de daarbij betrokken belangen.[98]

3.4.1.5 Aantrekken opvorderbare gelden

Wanneer er bij het aanbieden van obligaties, geen sprake is van een effect in de zin van de Wft, dan moet de ondernemer, naast de hierboven beschreven consequenties

---

[92] Neergelegd in artikel 6:193a – 6:193j BW.
[93] 'Leidraad Misleiding', *Autoriteit Financiële Markten* 21 mei 2007, www.afm.nl (zoek op *leidraad misleiding*).
[94] Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005, betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG van de Raad, Richtlijnen 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad en van Verordening (EG) nr.2006/2004 van het Europees Parlement en de Raad (*PbEU* L 149).
[95] Artikel 6:193j lid 1 jo. artikel 3:305d lid 1 BW.
[96] Brugman & Verhage, *De Wet Oneerlijke Handelspraktijken: Een boete van de AFM en schadevergoeding aan de Consument,* De Hypotheekadviseur, 08-2009, p.49.
[97] Artikel 6:193b BW.
[98] Artikel 6:193j BW.

voortvloeiend uit de WOH, bedacht zijn op het algemene verbod van artikel 3:5 lid 1 Wft om in Nederland "*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.* Wanneer opvorderbare gelden worden aangetrokken, ter beschikking worden verkregen of gehouden als gevolg van het aanbieden van effecten conform de vereisten van afdeling 5:1 Wft, dan geldt het verbod van 3:5 Wft ingevolge artikel 3:5 lid 2 sub D Wft overigens niet.[99]

3.4.1.6 Opvorderbare gelden

Opvorderbare gelden zijn gelden die, ongeacht de reden, terugbetaald moeten worden en waarbij vooraf duidelijk is om welk nominaal terug te betalen bedrag het gaat.[100] Wanneer gelden verstrekt zijn uit hoofde van een concrete opdracht tot doorbetaling aan een derde, dan zijn dit geen opvorderbare gelden indien deze gelden niet langer dan strikt noodzakelijk omwille van technische en organisatorische redenen worden gehouden, doch een periode van langer dan vijf kalenderdagen niet wordt overschreden.[101] Een schuldinstrument zoals een obligatie is een duidelijk voorbeeld van opvorderbare gelden, waarmee dus niet zonder meer gelden van het publiek mogen worden aangetrokken.

In Nederland mag men voorts enkel buiten besloten kring opvorderbare gelden aantrekken, ter beschikking verkrijgen of hebben, wanneer deze hiervoor of een (bank[102])vergunning heeft, of wanneer de geldverstrekkers professionele marktpartijen zijn.[103] Het aantrekken van opvorderbare gelden van het Nederlandse publiek is derhalve enkel toegestaan door ondernemingen die onder toezicht van de Nederlandse financiële toezichthouders staan. Het aantrekken van opvorderbare gelden binnen een besloten kring is wel toegestaan. In de Parlementaire geschiedenis[104] wordt het aangaan van een leenovereenkomst als voorbeeld genoemd van het aantrekken, ter beschikking verkrijgen en ter beschikking hebben van opvorderbare gelden. Het betreft in dat geval gelden die worden verkregen waarvan duidelijk is dat deze op enig moment moeten worden terugbetaald.

---

[99] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.88.
[100] Artikel 1:1 Wft.
[101], 'Factsheet opvorderbare gelden'*, De Nederlandsche Bank*, www.toezicht.dnb.nl/2/50-201848.jsp*,* geraadpleegd op 10 oktober 2012.
[102] Artikel 2:11 Wft.
[103] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.6.
[104] *Kamerstukken II* 2004-2005, 29708, 10, p.228.

3.4.1.7 Besloten Kring

Artikel 1:1 Wft definieert het begrip "besloten kring" als personen of vennootschappen waarvan één persoon of vennootschap opvorderbare gelden van de anderen ter beschikking verkrijgt. Deze kring moet nauwkeurig zijn beschreven en toetredingscriteria moeten vooraf bepaald, en toetsbaar zijn. Voorts mag toetreding van niet tot de kring behorende partijen niet op eenvoudige wijze kunnen geschieden en moet er op het moment van de verkrijging van de opvorderbare gelden reeds een *bestaande* rechtsbetrekking bestaan tot de persoon of vennootschap die de gelden ter beschikking verkrijgt, op grond waarvan zij redelijkerwijs op de hoogte kunnen zijn van diens financiële toestand. Derhalve moet er niet enkel sprake zijn van een juridisch kwalificeerbare relatie, maar eveneens van een relatie die de inleggers in staat stelt kennis te nemen van de financiële toestand van de ontvanger; het zogenaamde "kennis-criterium". Voorbeelden zijn een relatie van familierechtelijke, arbeidsrechtelijke, vennootschappelijke en rechtspersoonlijke aard.[105] Een onderneming heeft uiteraard baat bij het bereiken van een zo groot mogelijk publiek. Deze mogelijkheid om binnen "*besloten kring"* opvorderbare gelden aan te trekken zal echter veelal enkel mogelijkheden bieden ten aanzien van zogenaamde "*Friends, Familie and Fools"* evenals binnen een concernverband.[106]

In de praktijk lijkt het crowdfundingplatform "Symbid" de toepasselijkheid van het verbod van 3:5 Wft te omzeilen door een "besloten kring" te creëren waarbinnen wel opvorderbare gelden mogen worden aangetrokken. Potentiele investeerders moeten daartoe lid worden van de Symbid Coöperatie met uitgesloten aansprakelijkheid. Hiermee wordt een juridische relatie gecreëerd, welke al bestond op het moment dat hen (na lid worden) de mogelijkheid werd geboden om geld te investeren door het kopen van elektronisch geld[107] in de vorm van "investeringsparts" kunnen aanschaffen om op de website in allerlei projecten te kunnen investeren.[108]

3.4.1.8 Professionele marktpartij

Onder professionele marktpartij moet voorts worden verstaan; de 'gekwalificeerde belegger', de dochters van een gekwalificeerde belegger indien deze op geconsolideerde

---

[105] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.299-295.
[106] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[107] Definitie elektronisch geld artikel 1:1 Wft: *geldswaarde die elektronisch of magnetisch is opgeslagen die een vordering op de uitgever vertegenwoordigt, die is uitgegeven in ruil voor ontvangen geld om betalingstransacties te verrichten als bedoeld in artikel 4, punt 5, van de richtlijn betaaldiensten, en waarmee betalingen kunnen worden verricht aan een andere persoon dan de uitgever.*
[108] 'Factsheet Juridische Structuur mei 2012'*, Symbid*, geraadpleegd op 23-09-2012, www.symbid.nl (zoek op *juridische structuur).*

basis ook onder toezicht staan en ten derde andere personen of vennootschappen die bij AmvB[109] aangemerkt zijn als zodanig.[110] Zo geeft artikel 3 lid 1 van het Besluit definitiebepalingen Wft onder andere aan dat rechtspersonen of vennootschappen met een balans totaal van meer dan 500 miljoen euro en personen met een netto eigen vermogen van 10 miljoen euro of meer als professionele marktpartijen moeten worden gezien. Geldverstrekkers van wie méér dan €100.000,- aan opvorderbare gelden wordt aangetrokken, ter beschikking wordt verkregen of gehouden, worden eveneens aangemerkt als professionele marktpartij.[111] Daarmee bevat artikel 3:5 Wft indirect een benedengrens. Wanneer ten minste €100.000,- per investeerder aan opvorderbare gelden van het publiek wordt aangetrokken, dan geldt de verbodsbepaling van artikel 3:5 Wft namelijk niet.

De verbodsbepaling ziet op de "uitoefening in bedrijf". De Wft geeft geen eenduidige definitie van dit begrip, alhoewel de vaststelling van dit element bij ondernemingen met als doelstelling financiële dienstverlening evident is.[112] In andere situaties wordt dit bepaalt aan de hand van omstandigheden van het geval waarbij aanknopingspunten het zichzelf presenteren als zijnde financiële dienstverlener, niet-incidenteel verlenen van financiële diensten, alsmede het ontvangen van beloning voor die diensten van cliënt of door provisie.[113] Indien de financiële dienst incidenteel wordt gebezigd in het kader van een andere beroepswerkzaamheid, die hieruit rechtstreeks voortvloeit, dan is er ook geen sprake van uitoefening in bedrijf.[114] De AFM lijkt naar aanleiding van de Boober-zaak[115] voorts de mening aangedaan dat er geen sprake is van het handelen in beroep of bedrijf, dus niet van vergunningplicht, wanneer een particuliere, niet zijnde een onderneming, geldverstrekker tot maximaal 100 kredieten verschaft met een maximale waarde van €40.000,-.[116] Deze mening wordt niet noodzakelijkerwijs gedeeld door rechtswetenschappers.[117] Crowdfundingplatformen, geldvragers en geldverstrekkers zullen dus al naar gelang het bedrijfs/verdien model en de motieven gekwalificeerd worden als al dan niet handelend in de uitoefening van een bedrijf.

---

[109] Artikel 3 lid 1 van het Besluit definitiebepalingen Wft.
[110] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.84-85.
[111] Artikel 3 lid 2 van het Besluit definitiebepalingen Wft.
[112] Grundmann-van de Krol & Hijink, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht,* Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p.130.
[113] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.101.
[114] Grundmann-van de Krol & Hijink, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht,* Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p.132.
[115] Rb. Rotterdam 20 augustus 2007, *JOR* 2007/246 m.nt. CMGvdK en B.A. de Jong.
[116] Persbericht AFM, 'AFM geeft groen licht voor lenen via Boober', *Autoriteit Financiële Markten* 19 september 2007, www.afm.nl (zoek op *groen licht Boober).*
[117] Grundmann-van de Krol & Hijink, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht,* Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p.135.

In het licht van de bedoeling van crowdfunding (kleine bedragen van vele mensen) is het onwaarschijnlijk dat de geldverstrekkers als professionele marktpartijen zullen worden aangemerkt.

3.4.1.9 Ontheffing

Ingevolge artikel 3:5 lid 4 Wft kan DNB een ontheffing verlenen voor het verbod van lid 1 van datzelfde artikel. Een ontheffing moet aangevraagd worden bij DNB en kan al dan niet voor bepaalde tijd worden verleend, indien de aanvrager kan aantonen dat deze de belangen die het Deel Prudentieel Toezicht van de Wft beoogt te beschermen, voldoende waarborgt.[118] Artikel 27 van het Besluit Reikwijdtebepalingen Wft geeft voorts nadere invulling aan de vereisten die gesteld worden aan het verlenen van een ontheffing ten aanzien van het verbod van 3:5 lid 4 Wft. Een ontheffing kán worden verleend indien de verplichtingen ontstaan uit het aantrekken, ter beschikking verkrijgen of ter beschikking hebben worden gegarandeerd door (a) een onderneming met positief geconsolideerd eigen vermogen waarvan de aanvrager dochter is, (b) een financiële onderneming met bankvergunning, (c) de Staat of ander openbaar lichaam (d) een onderneming die behoort tot een door DNB aan te wijzen categorie. Voorts kan ingevolge lid 1 sub b een ontheffing van artikel 3:5 Wft worden verleend, indien de aanvrager over een vergunning beschikt van DNB of AFM. Verder moeten identiteitsgegevens[119], alsmede de jaarrekening, jaarverslag en overige gegevens[120] worden overlegd en moet de betrouwbaarheid van de personen die het beleid bepalen buiten twijfel staan[121], hetgeen door de DNB[122] op basis van diens voornemens, handelingen en antecedenten[123] wordt bepaald.

3.4.1.10 Bank

Daarnaast moet een onderneming rekening houden met het verbod om in Nederland te op te treden als bank zonder vergunning van DNB.[124] Ingevolge artikel 1:1 Wft is een bank "degene die zijn bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen, en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen". Onder kredietuitzettingen kan worden verstaan; het verstrekken van nominaal opvorderbare gelden aan derden,

---

[118] Stegeman & De Graaf, *Groene Serie Toezicht Financiële Markten,* toelichting bij ontheffing artikel 3:5 Wft*,* Kluwer 2010 *(*elektronisch geraadpleegd).
[119] Artikel 27 lid 2 Besluit Reikwijdtebepalingen Wft.
[120] Artikel 27 lid 3 Besluit Reikwijdtebepalingen Wft.
[121] Artikel 28 Besluit Reikwijdtebepalingen Wft.
[122] Artikel 29 e.v. Besluit Reikwijdtebepalingen Wft.
[123] Artikel 30 Besluit Reikwijdtebepalingen Wft: strafrechtelijke, financiële, toezicht, fiscaal-bestuursrechtelijke en overige antecedenten.
[124] Artikel 2:11 Wft.

teneinde daardoor op geld te waarderen voordeel voor de geldgever of een aan hem gerelateerde partij te behalen.[125] Iemand "maakt een bedrijf" van zijn onderneming wanneer de hierboven beschreven activiteiten zelfstandig identificeerbaar zijn en niet uitsluitend dienen ter ondersteuning van de hoofdactiviteit van de onderneming, tenzij de hoofdactiviteit van financiële aard is. In dat geval is sprake van een bank.[126]

Het is dus voor een onderneming die crowdfunding wil inzetten belangrijk te voorkomen dat deze gelden aantrekt en (te lang) onder zich houdt, dan wel deze gelden weer uitzet voor eigen risico met het oogmerk daar voordeel bij te behalen. In het klassieke geval van crowdfunding (geldverstrekker – platform – geldvrager) zal daarom een vierde professionele partij met een ontheffing ingevolge artikel 3:5 lid 4 Wft of vergunning van artikel 2:11 Wft moeten worden betrokken om de financiële aspecten te kunnen verrichten. Het zelf verkrijgen van een ontheffing, maar zeker van een bankvergunning is een kostbare en onmogelijke zaak voor een startende ondernemer.

3.5 Crowdfundingplatform

Het crowdfundingplatform, veelal in de vorm van een website, vormt de plaats waar geldvragers en de geldverstrekkende menigte elkaar kunnen vinden. Een veel gebruikte methode houdt in dat de geldverstrekker zich meldt bij de website en aldaar de mogelijkheid krijgt zijn plannen met de wereld te delen. Geldverstrekkers kunnen dan vervolgens op de website kiezen tussen allerlei verschillende initiatieven waar zij in willen investeren. Zodra er genoeg personen geïnvesteerd hebben, en het streefbedrag gehaald is, dan krijgt de onderneming de beschikking over het geld. Wordt het streefbedrag niet gehaald, dan krijgen de investeerders veelal hun inleg terug. Afhankelijk van de voorwaarden ontvangen de geldverstrekkers in ruil voor hun investering bijvoorbeeld een aandeel of obligatie.

Het gekozen bedrijfsmodel is vanzelfsprekend bepalend voor mogelijke toepasselijkheid van de Wft op de financiële activiteit. De rol die het platform zelf vervult teneinde de geldverstrekker en geldvrager tot een overeenkomst te doen komen is daarbij van groot belang voor eventuele vergunningplichtig aan de zijde van het platform.

3.5.1 Aantrekken opvorderbare gelden en bemiddelingsverbod

Ingevolge artikel 3:5 Wft is het voor ondernemingen verboden opvorderbare gelden (inclusief effecten) aan te trekken buiten besloten kring, anders dan van professionele marktpartijen. In onderdeel 3.4 is dit artikel reeds besproken op inhoud en

[125] Nieuwenhuis e.a., *Ondernemingsrecht: Tekst & Commentaar,* Kluwer: Deventer 2004, p.1569.
[126] Factsheet Bank', *De Nederlandsche Bank,* www.toezicht.dnb.nl/2/50-201916.jsp, geraadpleegd op 16 oktober 2012.

vrijstellingen. Indien de crowdfunding zodanig handelt dat deze zelf de opvorderbare gelden aantrekt, verkrijgt of ter beschikking heeft, bijvoorbeeld door het innen van de inleg van investeerders op het platform zonder dat onder te brengen bij een derde met een vergunning ten aanzien van dit verbod, dan handelt zij in strijd met dit verbod. Om te voorkomen dat zelf gelden worden aangetrokken en gehouden in de zin van artikel 3:5 Wft, wordt daarom bijvoorbeeld door "Symbid" gebruik gemaakt van derden met vergunningen, als platform is zij niet betrokken bij de geldstromen.

Bij Symbid moeten geldverstrekkers deelnemer in de Symbid coöperatie met uitgesloten aansprakelijkheid worden, alvorens zij 'investerings-parts' ter waarde van €20,- aan elektronisch[127] geld kunnen aanschaffen, hetgeen mogelijk wordt gemaakt door de elektronische geldinstelling en partner "FEET"[128].[129] FEET is een elektronische geldinstelling en heeft als zodanig een vergunning van DNB conform artikel 2:10a Wft juncto artikel 2:10b Wft. FEET staat tevens garant voor de binnengekomen gelden. Deze inleg wordt verzameld en beheerd in een Stichting Derdengeld Rekening, welke onder toezicht van de AFM en DNB staat. Als het streefbedrag gehaald is, wordt het door Stichting Derdengeld Rekening beheerde geld verstrekt aan de geldvrager.

Voorts moet een crowdfundingplatform rekening houden met het feit dat zij wellicht niet zélf opvorderbare gelden aantrekt, doch hierbij wel een rol als tussenpersoon in vervult.

Waar het voor de onderneming verboden is ingevolge artikel 3:5 Wft opvorderbare gelden (inclusief effecten) van het publiek aan te trekken, geldt dit verbod namelijk ook voor de tussenpersoon, zoals een crowdfundingplatform. In relatie tot artikel 3:5 Wft, verbiedt artikel 4:3 lid 1 Wft namelijk het in de uitoefening van een beroep of bedrijf als tussenpersoon werkzaamheden verrichten ten behoeve van het buiten besloten kring aantrekken of ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen. Dit verbod geldt in Nederland, of indien het via internet gebeurt, vanuit Nederland.[130] Het element "als tussenpersoon verrichten van activiteiten ten behoeve van" sluit aan bij het begrip bemiddelen, dat door de Hoge Raad is ingevuld als "*het verrichten van activiteiten tot het tot stand brengen van overeenkomsten tot*

[127] Definitie elektronisch geld artikel 1:1 Wft: *geldswaarde die elektronisch of magnetisch is opgeslagen die een vordering op de uitgever vertegenwoordigt, die is uitgegeven in ruil voor ontvangen geld om betalingstransacties te verrichten als bedoeld in artikel 4, punt 5, van de richtlijn betaaldiensten, en waarmee betalingen kunnen worden verricht aan een andere persoon dan de uitgever.*
[128] Thans onderdeel van "Intersolve EGI B.V." en opererend onder handelsnamen FEET, Intersolve E-money Services en Intersolve EGI B.V.
[129] 'Factsheet Juridische Structuur mei 2012*', Symbid*, www.symbid.nl (zoek op *juridische structuur).*
[130] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.309.

geldleen op naam van een derde of van derden".[131] Volgens het Hof te Arnhem moet bemiddelen ruim worden geïnterpreteerd en valt het aanbrengen van potentiele investeerders ook onder het verbod om te bemiddelen, ook zonder dat daarvoor een overeenkomst tussen aanbieder en bemiddelaar bestaat, los van de vraag of de bemiddeling resultaat had.[132]

Vanwege de brede definitie van bemiddelen, beogen veel crowdfundingplatformen in de praktijk de schijn van de bemiddelingsactiviteit zo veel mogelijk uit te sluiten. Platformen benadrukken in hun voorwaarden dat zij geen inhoudelijke activiteiten verrichten of advies geven, doch enkel een platform voor vraag- en aanbod faciliteren. Voorts bestaan er wel uitzonderingen, vrijstellingen en de mogelijkheid tot een ontheffing van deze bepaling.

3.5.1.1 Uitzonderingen

Uitgezonderd van het bemiddelingsverbod zijn ingevolge artikel 4:3 lid 2 kortgezegd[133] gereguleerde banken uit Nederland en andere lidstaten, (Europese) overheidslichamen, beleggingsondernemingen met een vergunning van de AFM, en bemiddelaars die voor het bemiddelen in een betaal- of spaarrekening een vergunning van de AFM hebben. [134]

3.5.1.2 Vrijstellingen

Artikel 33 lid 1 van de Vrijstellingsregeling Wft kent voorts enkele vrijstellingen van het bemiddelingsverbod. Vrijgesteld wordt de bemiddelaar die bemiddelt ten behoeve van een financiële onderneming met een bankvergunning, indien er een overeenkomst bestaat tussen de bemiddelaar en de bank (met kopie aan AFM), de bemiddelaar een deugdelijke administratie voert waaruit duidelijk wordt dat de opvorderbare gelden op naam van de bank zijn ontvangen terwijl de bemiddelaar bij het uitoefenen van de werkzaamheden aangeeft voor welke bank deze werkt. Voorts zijn zij die ten behoeve van een Stichting Derdengelden werkzaam zijn, bepaalde stichtingen die werkzaam zijn voor bepaalde trustkantoren en personen of vennootschappen die 'koopzegels" verstrekken vrijgesteld.[135]

---

[131] HR 28 september 1993, *NJ* 1993/768, nr.19, p.495.
[132] Hof Arnhem 10 december 2002, *JOR* 2003/66 m.nt. CMGvdK.
[133] Zie artikel 4:3 lid 2 Wft voor de complete lijst met vrijstellingen.
[134] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.311.
[135] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.311.

3.5.1.2 Ontheffing

Ingevolge artikel 4:3 lid 4 Wft kan voorts een ontheffing worden verleend door de AFM voor het bemiddelen als verboden in lid 1 van datzelfde artikel. De betrouwbaarheid van de beleidsvoerders van de aanvrager moet dan wel buiten kijf staan, alsmede moet men aan enkele doorlopende verplichtingen voldoen.[136]

3.5.2 Verlenen van beleggingsdiensten

Wanneer door of middels het crowdfundingplatform financiële instrumenten (effecten zoals verhandelbare obligaties en aandelen) worden aangeboden, dan kan er sprake zijn van het verlenen van beleggingsdiensten. Dit is ingevolge artikel 2:96 Wft verboden zonder vergunning van de AFM.

Onder het verlenen van een beleggingsdiensten wordt verstaan het in de uitoefening van beroep of bedrijf (a) ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten, (b) voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiele instrumenten, (c) beheren van individueel vermogen over financiële instrumenten, (d) adviseren over financiële instrumenten, (e) overnemen of plaatsen van financiële instrumenten bij aanbieding daarvan in het kader van afdeling 5:1 Wft, (f) het zonder plaatsingsgarantie plaatsen van financiële instrumenten bij aanbieding ervan conform afdeling 5:1 Wft. [137]

3.5.2.1 Beleggingsonderneming

Diegene die beleggingsdiensten verleent is ingevolge artikel 1:1 Wft een beleggingsonderneming.

3.5.2.2 Vergunning

Het verlenen van beleggingsadvies ten aanzien van financiële instrumenten is een vergunningsplichtige activiteit ingevolge lid 2 van artikel 2:96 Wft.

Voor crowdfundingplatformen lijkt in het bijzonder het adviseren bij financiële instrumenten een potentiele valkuil op te leveren. Het is daarom zaak, zoals ook te zien valt in de voorwaarden van verschillende ondernemingen dat zij elke schijn van deze activiteit proberen te vermijden, dan wel uit te sluiten. Het is niet voor niets dat in de algemene voorwaarden van crowdfundingplatform "Share2Start"[138] meermalen wordt benadrukt dat zij enkel het samenkomen van vraag en aanbod faciliteert en zich

---

[136] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.311.
[137] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.37.
[138] 'Algemene Voorwaarden Share2Start', *Share2Start,* www.share2start.com/algemene-voorwaarden, geraadpleegd op 28 september 2012.

nadrukkelijk niet bezig houdt met "*ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten, waaronder aandelen en certificaten van aandelen. Share2Start vervult geen rol ten aanzien van de verhandeling van participaties in op te richten ondernemingen.*" Echter, in overweging 20 van de nieuwe MiFID richtlijn wordt voorgesteld de MiFID eveneens van toepassing te verklaren op uitgevende instellingen die zelf geen beleggingsadvies verlenen ten aanzien van door henzelf uitgegeven financiële instrumenten. Deze overweging is opgenomen teneinde onzekerheid te voorkomen en beleggers beter te beschermen.[139]

Daarnaast moeten crowdfundingplatformen bedacht zijn op de definitie van artikel 2 onder 8 en het bepaalde in afdeling 2 van de richtlijn markten voor financiële instrumenten[140] (MiFID). Het gaat hierbij om een nieuw gecreëerde vorm van handelsplatform: de beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling. Hiervan is sprake wanneer de activiteit wezenlijk, zakelijk en niet discretionair verricht wordt; de activiteit geautomatiseerd of door personeel wordt uitgevoerd; en de activiteit doorlopend beschikbaar is. In dat geval is het systematisch intern afhandelen niet vergunningsplichting, doch het voor eigen rekening handelen of voor dat van de cliënt, hetgeen in direct in relatie tot het systematisch afhandelen staat, wel.[141]

3.5.2 Bemiddeling bij financiële producten, niet zijnde financiële instrumenten

Ingevolge artikel 2:80 lid 1 Wft is het "*verboden in Nederland zonder een daartoe door de Autoriteit Financiële Markten verleende vergunning te bemiddelen.*" Volgens artikel 1:1 Wft omvat bemiddelen het als tussenpersoon tot stand brengen van een overeenkomst inzake een financieel product of dienst tussen consument en aanbieder, ofwel het assisteren bij het uitvoeren van een kredietovereenkomst, en is daarmee vrij breed. Volgens het Hof te Arnhem valt ook het aanbrengen van potentiele investeerders onder het verbod om te bemiddelen.[142] Er moet sprake van inhoudelijke betrokkenheid zijn, niet enkel van bijvoorbeeld op het publiek gerichte wervingsactiviteiten.[143] Volgens de AFM houdt die eis van "inhoudelijke betrokkenheid" vervolgens in dat er méér dan

[139] Overweging 20 uit het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG, 20 oktober 2011.
[140] Richtlijn nr. 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële markten, PbEU 2004, L 145, p. 1-44
[141] R.W. van Helden, *De MiFID en haar implementatie in Nederlandse wetgeving,* V&O juli/aug. 2007, nr. 7/8, p.136-137.
[142] Hof Arnhem 10 december 2002, *JOR* 2003/66 m.nt. CMGvdK.
[143] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.43.

enkel contactgegevens van consumenten worden doorgegeven.[144] Dit artikel geldt niet ten aanzien van financiële instrumenten (verhandelbare aandelen of obligaties[145]).[146] In de Boober-zaak beweerde Boober, dat een platform bood waar consumenten aan elkaar geld konden uitlenen, dat er geen sprake van bemiddeling was, omdat zij dit niet in de uitoefening van beroep en bedrijf deed, aangezien het enkel particulieren bij elkaar bracht. Of er sprake is van het handelen in de uitoefening van een bedrijf of beroep is wordt door de AFM bekeken in het licht van (1) de wijze waarop de aanbieder zich naar de buitenwereld presenteert, (2) of de aanbiedingen niet slechts incidenteel gedaan worden en (3) of de aanbieder een beloning ontvangt.[147] Hierboven genoemde elementen bieden voor de AFM aanknopingspunten om te bepalen of er sprake is van handelen in de uitoefening van beroep of bedrijf, alhoewel het geen strikt toetsingskader betreft. In het geval van Boober kwam men tot de conclusie dat zij bemiddelde vanwege het feit dat de verlening van de financiële dienst (het aanbieden door Boober) niet incidenteel van aard was.[148]

3.5.3 Aanbieden van rechten van deelneming in beleggingsinstelling

Tenslotte is het mogelijk dat een crowdfundingplatform gezien wordt als een aanbieder van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 2:65 Wft. Ingevolge dat artikel is het verboden om deze aan te bieden zonder dat de aanbieder over een vergunning van de AFM beschikt.

3.5.3.1 Beleggininstelling

Ingevolge artikel 1:1 Wft is een beleggingsinstelling gedefinieerd als een "beleggingsmaatschappij" of "beleggingsfonds". Onder een beleggingsmaatschappij wordt verstaan een rechtspersoon die gelden, dan wel goederen aantrekt of verkrijgt om deelnemers in de opbrengsten daarvan te laten delen. Een beleggingsfonds is voorts een vermogen dat niet in een beleggingsmaatschappij is ondergebracht, waarin ter collectieve belegging geld of goederen zitten om deelnemers in de opbrengsten daarvan te doen delen.[149] Beleggingsinstellingen zijn vrijgesteld van de vergunningplicht indien de de aangeboden deelnemingen enkel kunnen verworven tegen een waarde van ten minste €100.000,- per deelnemer, dan wel de aangeboden rechten van deelneming een nominale waarde van ten minste €100.000,- hebben.

---

[144] Nieuwsbrief AFM, 'Inwinnen van meer dan pensioengegevens; een vorm van bemiddelen?' *Autoriteit Financiële Markten* 3 maart 2009*,* www.afm.nl *(*zoek op *bemiddelen inwinnen pensioengegevens*).
[145] Zie hiervoor onderdeel 3.5.1.
[146] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.
[147] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[148] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.8.
[149] R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT*, Amsterdam: NIBE-SVV 2012, p.41.

3.5.3.2 Belegging

De Wft bevat geen definitie van een belegging. Wanneer een brede definitie van belegging[150] wordt gehanteerd, kan een belegging gezien worden als het inleggen van gelden teneinde daarmee een rendement te behalen. Het rendement is hierbij lineair afhankelijk van het slagen van de onderneming. Crowdfundingplatformen die "beleggingen" in startende ondernemingen mogelijk maken, waarbij het rendement onzeker en afhankelijk is van het succes, dan wel falen van de onderneming, zouden dus gezien worden als aanbieders van rechten van deelneming de beleggingsinstelling, een activiteit waarvoor een vergunningsplicht geldt. Artikel 2:65 Wft verbiedt namelijk het aanbieden van rechten van deelneming in de een beleggingsinstelling, zonder vergunning van de AFM.

3.5.3.3 Uitzondering

Ten aanzien van de vergunningplicht van artikel 2:65 Wft kent de Wft ingevolge artikel 1:12 Wft een uitzondering ten aanzien de vergunningplicht voor het aanbieden van deelneming, wanneer dit aanbod aan minder dan 100 personen is gedaan. In het geval de activiteiten van een crowdfundingplatform onder de reikwijdte van artikel 2:65 Wft vallen, en voor zover een platform gebruik zou willen maken van deze uitzondering, is het voorts van belang te weten dat het aanbieden via een website voor de AFM geldt als een aanbod aan meer dan 100 personen.[151] De bewijslast ligt bij de aanbieder wanneer de AFM twijfels heeft ten aanzien van deze uitzondering. Daarnaast moet ingevolge artikel 4 lid 2 Wft vermeld worden dat de aanbieder niet onder toezicht staat en deze activiteiten niet vergunningplichtig zijn.

3.5.3.4 Ontheffing

De AFM kan op basis van 2:65 lid 3 Wft, al dan niet tijdelijk, een ontheffing van dit verbod verlenen.

3.5.4 Aanbieden van beleggingsobjecten

Artikel 2:55 Wft verbiedt het aanbieden van beleggingsobjecten in Nederland, zonder vergunning van de AFM. Ingevolge artikel 1:1 Wft wordt onder beleggingsobject verstaan: "*a. een zaak, een recht op een zaak of een recht op het al dan niet volledige rendement in geld of een gedeelte van de opbrengst van een zaak, niet zijnde een product als bedoeld in de onderdelen b tot en met h van de definitie van financieel product in dit artikel, welke anders dan om niet wordt verkregen, bij welke verkrijging*

[150] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.
[151] 'Vergunning beleggingsinstellingen', *Autoriteit Financiële Markten,* www.afm.nl (zoek op *vergunning beleggingsinstellingen),* geraadpleegd op 17 oktober 2012.

aan de verkrijger een rendement in geld in het vooruitzicht wordt gesteld en waarbij het beheer van de zaak hoofdzakelijk wordt uitgevoerd door een ander dan de verkrijger; of b. een ander bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen recht; beleggingsonderneming: degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht." Een beleggingsobject is dus géén financieel instrument of krediet en betreft dus altijd een zaak, welke ingevolge artikel 3:2 BW stoffelijke objecten zijn. Het betreft dus het aanbieden van rendement (in geld of deling in de opbrengst van de zaak) ten aanzien van een stoffelijke zaak. Deze zaak beheer je voorts niet zelf. De AFM noemt als voorbeelden het investeren in hardhout, wijn, edelmetalen of vakantiehuizen.

Bell noemt in dit verband de activiteiten van crowdfundingplatform "Ten Pages", waarbij investeerders aandelen in het boek van aanstormende schrijvers kunnen kopen om samen de publicatiekosten te dragen. De investeerders krijgen over hun, niet verhandelbare (dus geen effect c.q. financieel instrument zijnde), aandelen een rendement ten bedrage van een percentage van de opbrengst.[152] De AFM kan ontheffing verlenen voor de activiteiten als bedoeld in artikel 2:55 Wft, op basis van lid 2 van datzelfde lid. Ook ten aanzien van deze activiteit geldt dat de Wet Oneerlijke Handelspraktijken van toepassing is, ook wanneer de activiteit niet onder toezicht staat.

3.6 Investeerders

In het tweede hoofdstuk hebben we kunnen zien dat de Amerikaanse JOBS-act bepaalde vereisten aan investeerders stelt ten aanzien van de hoogte van het bedrag dat zij mogen investeren, en binnen welke periode. Deze vereisten worden gesteld in het kader van de bescherming van de niet-professionele belegger, welke rekening houden met de draagkracht en kennis van de investeerder. In Nederland worden geen vergelijkbare individuele eisen gesteld aan de investeerder, maar wordt gewerkt met vrijstellingsgrenzen waarbinnen toezicht plaatsvindt, om zo de professionele markt niet verregaand te belasten met de regulerende werking van consumentenbescherming. Consumenten moeten erop bedacht zijn dat bij het overschrijden van bepaalde normbedragen, er geen toezicht op de financiële activiteiten plaatsvindt. Ook zouden zij gezien kunnen worden als professionele marktpartij.

[152] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.

3.6.1 Vrijstellingsgrens bij effecten

Wanneer een onderneming effecten wil aanbieden aan het publiek, dan is deze gehouden prospectus te doen goedkeuren bij de AFM.[153] Wanneer de aangeboden effecten een totale waarde vertegenwoordigen van meer dan €100.000,- of deze enkel kunnen worden verworven voor een tegenwaarde van €100.000,- per belegger, dan geldt deze verbodsbepaling van 5:2 Wft niet. Investeerders die meer dan dit bedrag investeren, worden gezien als professionele marktpartijen en dus niet beschermd door de prospectusplicht.

Dit prospectus dient ervoor de investeerder in staat te stellen een geïnformeerde beslissing te maken over het al dan niet ingaan op het aanbod. Het prospectus is een kostbare exercitie en zal dan ook veelal geen soelaas bieden bij crowdfunding. Veelal zal men dus pogen de toepasselijkheid van één van de vrijstellingsmogelijkheden te benutten, waarmee de vergunningplicht en het toezicht (vanuit de Wft) komen te vervallen.

Zonder in te gaan op de normbedragen die al in het deel 3.4.1.3 besproken zijn, moet nogmaals worden gewezen op de verplichting van de aanbieder om wanneer zij vrijgesteld is van de prospectusplicht, in haar uitingen waarschuwingen te plaatsen inzake het niet hoeven aanbieden van een prospectus en het niet onder toezicht staan van de toezichthouders, teneinde investeerders hierop bedacht te maken. Voor wat betreft de vrijstellingen van artikel 5:3 Wft moet wel in aanmerking worden genomen dat ingevolge artikel 5:20 lid 4 Wft de uitgever wél de verplichting heeft om essentiële informatie, op welke wijze dan ook, te verstrekken aan *alle personen* tot wie het aanbod gericht is.[154] Voorts kan de WOH soelaas bieden door de mogelijkheid voor consumenten te creëren een vordering in te stellen op grond van misleidende informatie of agressieve verkooptechnieken, dan wel door handhaving door AFM.

3.6.2 Vrijstellingsgrens voor beleggingsobjecten en deelnemingsrechten

Deze verhoogde vrijstellingsgrens geldt eveneens voor beleggingsobjecten en deelnemingsrechten. De overheid gaat ervanuit dat professionele beleggers, gezien hun kennis en kunde, minder bescherming behoeven dan de gemiddelde consument. Daartoe geldt een vrijstellingsgrens voor beleggingen. Deze vrijstellingsgrens is op 1 januari 2012 opgehoogd van €50.000,- naar €100.000,- per beleggingsobject of deelnemingsrecht en

[153] Artikel 5:2 Wft.
[154] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.152.

houdt in dat de AFM bij aanbieding van beleggingsobjecten[155] en van deelnemingsrechten[156] met een tegenwaarde boven dit bedrag géén toezicht houdt en aanbieders derhalve niet over een vergunning hoeven beschikken.[157] Deze geldverstrekkers worden wanneer zij meer dan €100.000,- ter beschikking stellen aan de geldvrager, gezien als professionele marktpartijen.[158]

3.6.3 Handelen in de uitoefening van bedrijf of beroep

Hierboven is gebleken dat de bescherming van de consument die deelneemt aan de financiële markten beschermd wordt door middel van het scheppen van een kader van grensbedragen waarbinnen toezicht plaatsvindt, waarbij tevens gewaarschuwd moet worden wanneer een aanbieder vrijgesteld is van toezicht. Daarnaast zouden investeerders geclassificeerd kunnen worden als aanbieders van krediet, indien zij aan bepaalde vereisten voldoen, en daarmee dus zélf vergunningplichtig worden. Het gaat daarbij om het geval waarin een consument, al dan niet via een crowdfunding platform, krediet verleend, en deze verlening gezien kan worden als het in de uitoefening van een beroep of bedrijf aanbieden.[159] Ingevolge artikel 2:60 Wft is het namelijk verboden om in Nederland kredieten aan te bieden zonder vergunning. Dit aanbieden ziet op het in de uitoefening van een beroep of bedrijf rechtstreeks of middelijk doen van voldoende bepaald voorstel dat leidt tot een overeenkomst tussen de aanbieder en de consument inzake een krediet.[160] Of er sprake is van het handelen in de uitoefening van een bedrijf of beroep is wordt bekeken in het licht van (1) de wijze waarop de aanbieder zich naar de buitenwereld presenteert, (2) of de aanbiedingen niet slechts incidenteel gedaan worden en (3) of de aanbieder een beloning ontvangt.[161] Alhoewel geen strikt toetsingsschema; deze drie elementen bieden voor de AFM aanknopingspunten om te bepalen of er sprake is van handelen in de uitoefening van beroep of bedrijf.

De AFM is naar aanleiding van de Boober-zaak[162] de mening aangedaan dat er sprake is van het handelen in beroep of bedrijf, wanneer een particuliere, niet zijnde onderneming, geldverstrekker meer dan 100 kredieten verschaft die een waarde van meer dan

---

[155] Artikel 2 lid 1 onder 4 Vrijstellingsregeling Wft.
[156] Artikel 4 lid 1 sub b Vrijstellingsregeling Wft.
[157] Persbericht AFM, 'Aanbieders beleggingen tot €100.000,- onder toezicht; aanpassing regeling van 26 oktober 2011', *Autoriteit Financiële Markten* 22 december 2011, www.afm.nl (zoek op *aanbieders beleggingen 100.000 toezicht).*
[158] Grundmann-van de Kroll, *Koersen door de wet op het financieel toezicht,* Boom Juridische Uitgevers: Den Haag 2012, p.88.
[159] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.
[160] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.7.
[161] Bell, *Ahead of the Crowd,* Juridisch Up To Date, 12-2011, 12 juni 2011, p.5.
[162] Rb. Rotterdam 20 augustus 2007, *JOR* 2007/246 m.nt. CMGvdK en B.A. de Jong.

€40.000,- vertegenwoordigen.[163] Bij overschrijding moet een vergunning worden aangevraagd. Hier moet een investeerder dus rekening mee houden; deze mag dus niet zijn werk maken van het verstrekken van krediet aan andere consumenten. Deze beperking voor zover bekend niet ten aanzien van het verstrekken van krediet aan ondernemers.

[163] Grundmann-van de Krol & Hijink, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht,* Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p.134.

4. Conclusie

In een tijd waarin de bedrijfsfinanciering van een startende of kleine onderneming bijzonder lastig te realiseren is, wordt crowdfunding door sommigen gezien als hét alternatief voor de traditionele wijzen van financiering. Crowdfunding kan voorzien in het "equity-gap" dat bestaat tussen initiële financiering door vrienden en familie en professionele financiering door banken, "business angels" en venture capitalists. Het omvat het investeren van een grote groep individuen, niet zijnde professionele beleggers, in een onderneming (of project), waarbij het internet dient als instrument om de vraag en het aanbod bij elkaar te brengen. Crowdfunding kan zo een directe bijdrage aan het stimuleren van de banenmotor van de economie, het MKB.

In beide vergeleken landen, de VS en Nederland, is het aantrekken van opvorderbare gelden van het publiek aan strenge regels verbonden omwille van de bescherming van datzelfde publiek. Recentelijk is echter in de VS een wetsvoorstel aangenomen, de JOBS-Act, die ziet op het versoepelen van de financieel-toezichtrechtelijke wetgeving evenals crowdfunding middels effectenuitgave aan het publiek mogelijk maakt. Voorheen waren enkel non-profit vormen van crowdfunding toegestaan. De mogelijkheden die er bestonden voor kleine/startende ondernemingen om kapitaal te verzamelen middels effectenuitgave waren vanwege hoge kosten (prospectus/registratie/disclosure) en beperkingen voor wat betreft de doelgroep ongeschikt voor crowdfunding. Samengevat biedt de JOBS-Act drie vernieuwingen; een vrijstelling voor crowdfunding, een status als "Emerging Growth Company" en een vrijstelling voor kleine emissies.

Tegenstanders van crowdfunding noemen het ook wel 'fraudfunding' en zijn van mening dat de versoepelingen van disclosure en compliance verplichtingen een gevaar voor investeerders opleveren, zeker met de financiële crises in het achterhoofd. Echter, het lijkt erop dat de beoogde versoepeling en vereenvoudiging van de disclosure en compliance vereisten wel meevalt; omwille van investeerdersbescherming is de JOBS-act alsnog verworden tot een complex stelsel aan beperkingen, verplichtingen en tussenpersonen (funding portal). Zo moeten in ruil voor een kleine verlichting van disclosure verplichtingen, potentiële investeerders aan inkomens- en vermogenseisen voldoen welke geverifieerd moeten worden door de tussenpersoon, terwijl aandelen enkel mogen worden aangeboden middels deze funding portals. Daarnaast voorziet men mogelijke aansprakelijkheidskwesties, voor zowel de uitgever, de tussenpersonen als de geldverstrekkers zelf. Daarentegen zijn de plafonds voor wat betreft maximum op te halen bedragen dermate genereus, dat juist de gevestigde bedrijven zullen profiteren van

de versoepelde regels, in het bijzonder van een status als EGC. Ondanks deze kanttekeningen, kan gesteld worden dat de JOBS-Act 'equity' crowdfunding mogelijk gemaakt heeft, zij het niet zo eenvoudig als beoogd.

In Nederland heeft crowdfunding eveneens voet aan de grond gekregen. Nederland kent, in tegenstelling tot de Verenigde Staten, geen specifiek op dit type financiering gerichte aanpassing van de Wft, noch is deze voor zover bekend in voorbereiding. Hierdoor zijn Nederlandse crowdfundingplatformen creatief geweest in het structureren van ondernemingen om zodoende regulering te voorkomen, dan wel te voldoen aan toepasselijke wetgeving. De toezichthouders DNB en AFM volgen deze ontwikkelingen dan ook nauwlettend. In Nederland moeten ondernemers en crowdfundingplatformen er rekening mee houden dat het verboden is om zonder vergunning van DNB in de uitoefening van een bedrijf buiten uit besloten kring en van professionele marktpartijen opvorderbare gelden aan te trekken, verkrijgen of ter beschikking te hebben, of daarin te bemiddelen. Daarnaast mogen, indien het effecten betreft, deze ook niet aan het publiek worden aangeboden zonder prospectus. Deze prospectusplicht weegt echter zwaar op de mogelijkheden en middelen van de (startende) ondernemer op deze wijze financiering rond te krijgen. In de praktijk worden deze bepalingen omzeild door constructie te gebruiken waarbij Stichting Derdengelden onafhankelijk de gelden ontvangen en beheren, een besloten kring van investeerders gecreëerd wordt middels het lidmaatschap in een coöperatie, of proberen platformen aan te tonen dat zij enkel een 'marktplaats' bieden, maar daarbij geen bemiddelende, adviserende of andere inhoudelijke rol spelen.

Wanneer men beide rechtstelsel naast elkaar zet, voor wat betreft de mogelijkheden voor equity-crowdfunding, dan kan gesteld worden dat het uitgeven van effecten door kleine/startende ondernemers in Nederland gunstiger lijkt ten opzichte van het systeem in de Verenigde Staten. Dit komt voort uit de Europese Prospectus Richtlijnen welke vrij gunstige bepalingen bevatten betreffende een geharmoniseerde vrijwaring van de prospectusplicht voor effectenuitgave met een totale waarde van minder dan 100.000 euro per 12 maanden binnen het EER gebied. Voorts biedt de Richtlijn de mogelijkheid voor lidstaten om per 12 maanden, binnen het EER gebied een uitgave 5 miljoen euro zonder prospectus toe te laten. Nederland handhaaft dit huidige plafond op 2,5 miljoen euro, hetgeen ruim voldoende voor de in deze scriptie beoogde doelgroep van crowdfunding is. De differentiatie tussen landen kan echter leiden tot verwarring onder investeerders en geldvragers en zou mijn inziens geharmoniseerd moeten worden, te meer daar het internet geen grenzen kent en het dus voor investeerders lastig in te schatten kan zijn, dan wel kostbaar is te achterhalen welke bepalingen er gelden.

Daarnaast hoeft er in tegenstelling tot de situatie in de Verenigde Staten, in Nederland geen gebruik gemaakt te worden van een tussenpersoon. Daar crowdfunding als een containerbegrip moet worden gezien, zou het fixeren van een bepaalde entiteit als tussenpersoon de innovatie op dit gebied van financiering kunnen doen stokken. Ondernemingen kunnen hun crowdfundingplatform in Nederland derhalve op eigen wijze binnen de bestaande kaders vormgeven. Het creëren van een Nederlandse crowdfunding uitzondering, waarbij het crowdfundingplatform als actor in de Wft zou worden opgenomen, zou daarnaast wel meer rechtsduidelijkheid kunnen verschaffen en de groei van crowdfunding hierdoor, zowel praktisch als symbolisch, kunnen stimuleren. Voorts worden er in Nederland geen additionele inkomens- dan wel vermogensvereisten gesteld aan de investeerder. Noch afgezien van de praktische bezwaren, zullen deze vereisten de drempel tot investeren in crowdfunding initiatieven wellicht verhogen.

Echter, indien een uitgevende instelling is vrijgesteld van de prospectusplicht, dan moet zij in haar communicatie en reclame duidelijk vermelden dat zij niet onder toezicht van de AFM staan. Alhoewel onmiskenbaar gericht op het waarschuwen van onwetende investeerders, kan wel afgevraagd worden of en in welke mate dit een negatief effect zal hebben op bereidwilligheid tot investeren, juist door de niet-professionele beleggers. Voorts biedt ook de Wet Oneerlijke Handelspraktijken mogelijkheden voor investeerderbescherming, zowel in de zin van handhaving door AFM (juist ook bij niet-onder-toezicht staande ondernemingen) als middels civielrechtelijke procedure.

Concluderend, het reguleren van de financiële markten is een aanhoudende zoektocht naar de balans tussen een vruchtbaar ondernemersklimaat en de bescherming van, met name niet-professionele, investeerders. Het feit dat crowdfunding juist ook gericht is op de niet-professionele investeerders brengt met zich mee dat crowdfunding aan regels gebonden moet zijn. In de VS lijkt men hierin te zijn doorgeslagen. Nederland kent daarentegen, voortvloeiend uit Europese regelgeving en afhankelijk van de gekozen structuur en werkwijze, gunstige mogelijkheden voor ondernemingen om financiering te verkrijgen middels effectenuitgave zonder prospectusverplichting. Echter, gezien de reeds genoemde potentiële gevaren van crowdfunding, zoals de anonimiteit van het internet, moeten de toezichthouders echter wel een vinger aan de pols houden om te voorkomen dat investeerders gedupeerd raken. Voorts zou ik willen pleiten voor het waken van mogelijke overregulering, zoals te zien is in de VS, hetgeen de doodsteek kan betekenen voor een financieringsmethode die laagdrempelig en beschikbaar voor het publiek beoogd en wellicht zelfs behoort te zijn.