

**Bachelorproef
Professionele Opleidingen
Studiegebied Industriële Wetenschappen en Technologie**

Academiejaar 2020-2021

Crowdfunding: een alternatieve financieringsmethode voor de Belgische bouwpromotor

Bachelorproef aangeboden door
Maxim De Ganck
tot het behalen van de graad van
Bachelor in het Vastgoed

begeleider: **Tom De Koster**

Bachelorproef
Professionele Opleidingen
Studiegebied Industriële Wetenschappen en Technologie
Academiejaar 2020-2021

Crowdfunding: een alternatieve financieringsmethode voor de Belgische bouwpromotor

Bachelorproef aangeboden door
Maxim De Ganck
tot het behalen van de graad van
Bachelor in het Vastgoed

begeleider: **Tom De Koster**

*“Crowdfunding will become the future of how most small
business are going to be financed.”*

Duncan Niederauer
Former CEO New York Stock Exchange

VOORWOORD

Deze bachelorproef werd geschreven met het oog op het behalen van de professionele bachelor in het vastgoed aan de Odisee co-hogeschool.

Een voorwoord wordt gewoonlijk geschreven wanneer het onderliggende werk een einde heeft genomen en waarbij een dankwoord en reflectie op de afgelopen drie academiejaren zich nagenoeg opdringen. Het lijkt evenwel als gisteren toen ik de eerste stappen op de Odisee campus in Aalst zette, met als doel het behalen van de bachelorgraad in het vastgoed. Na een initieel verkeerdelijke studiekeuze in het hoger onderwijs, die veelal gebaseerd was op het hetgeen er van mij verwacht werd als middelbare schoolstudent uit een technische richting, heb ik zo'n drie jaar geleden toch de moedige beslissing genomen om de opleiding vastgoed aan te vatten. Vanuit een onbezonnen blik op de inhoudelijke aspecten van de opleiding, maar toch een gemeente interesse voor de vastgoedsector en dan wel specifiek voor de bouwpromotie, leg ik dan ook dit eindwerk met troost voor als figuurlijke kers op de taart van mijn academische carrière aan de Odisee co-hogeschool.

Voor het behalen van dit bachelordiploma wordt er in dit werk dieper ingegaan op de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding die recent meer en meer aan belang heeft gewonnen bij bouwpromotoren. Dit eindwerk combineert dan ook het beste van twee werelden, waarbij mijn initiële interesse in de bouwpromotie gekoppeld werd aan een tweede interesse die tijdens de opleiding is gegroeid, namelijk bedrijfsfinanciering. Het bleek al snel een niet voor de hand liggend onderwerp, maar net daarom wekte dit mijn interesse om mij te verdiepen in deze complexe materie.

Een opleiding vastgoed doorgrond je niet alleen en vandaar wens ik dit voorwoord af te ronden met een dankwoord gericht aan een aantal personen.

In eerste instantie wil ik mijn begeleider Tom De Koster bedanken voor de steun en begeleiding bij het schrijven van deze bachelorproef, en zijn waardevolle inzichten te delen tijdens de feedbackmomenten. Daarnaast wens ik het gehele docententeam van de opleiding vastgoed te bedanken voor hun inzet om ons een zeer brede waaier aan kennis bij te brengen. Ook wil ik mijn collega-studenten en ondertussen geworden vrienden bedanken voor de onvergetelijke drie academiejaren. Tot slot wil ik mijn naaste familieleden een warme dank betuigen voor de tijd en ruimte die ze mij hebben gegeven om mezelf te ontplooiën in de wereld van het vastgoed.

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD	4
INLEIDEND WOORD	10
DEEL 1	13
LITERATUURANALYSE	13
1. Inleidende benadering van crowdfunding	15
1.1 Wat is crowdfunding?	15
1.2 Definiëring van crowdfunding onder het Belgische recht	16
1.3 De oorzaak tot het ontstaan van crowdfunding als alternatieve financieringstechniek	17
1.3.1 Maatschappelijke tendensen	18
1.3.2 Financieringsproblematiek	20
1.3.2.1 Interne financiering	21
1.3.2.2 Externe financiering	22
1.3.2.2.1 Traditionele financiering via het bankwezen	23
1.3.2.2.2 Alternatieve financiering via risicokapitaal	26
1.3.2.3 Kwantificering financieringsproblematiek	29
1.3.3 Financiële technologie	31
1.4 Ontstaansgeschiedenis van crowdfunding	32
2 Crowdfundingmodellen	35
2.1 Niet-financiële crowdfunding	37
2.1.1 Donatie-gebaseerde crowdfunding	37
2.1.2 Crowdfunding door middel van een niet-financiële tegenprestatie	37
2.1.2.1 Koop-verkoop (pre-ordering or pre-purchase crowdfunding)	38
2.1.2.2 Beloningen (reward-based crowdfunding)	38
2.2 Financiële crowdfunding	39
2.2.1 Crowdlending	39
2.2.2 Equity crowdfunding	40
2.3 Overzicht	41

3	De betrokken partijen tijdens een crowdfundingcampagne	42
3.1	Projecthouders	42
3.2	Investeerders	44
3.3	Crowdfundingplatform	45
3.4	FSMA	46
3.5	Verbintenisrechtelijke kwalificatie	47
3.5.1	Relatie onderneming – investeerder	47
3.5.2	Relatie onderneming – crowdfundingplatform	48
3.5.3	Relatie investeerder – crowdfundingplatform	49
4	Het proces achter een crowdfundingcampagne	50
4.1	Pre-financieringsfase	50
4.2	Financieringsfase	51
4.3	Post-financieringsfase	51
5	Evolutie van financiële crowdfunding in België	53
5.1.1	Financiële crowdfunding 2012-2017	53
5.1.2	Financiële crowdfunding 2018-2020	59
6	Vigerend Belgisch reglementair kader inzake financiële crowdfunding	60
6.1	Wetgeving van toepassing op de projecthouder	61
6.1.1	Prospectuswet	61
6.1.1.1	Ratio legis	62
6.1.1.2	Toepassingsgebied	64
6.1.1.3	Informatieverplichting	66
6.1.1.3.1	Prospectus	66
6.1.1.3.2	Informatienota	73
6.1.1.3.3	Geen informatiedocument	76
6.1.1.4	Bemiddelingsmonopolie	77
6.1.1.5	Reclame en andere documenten met betrekking tot de aanbiedingen aan het publiek	79
6.1.1.6	Aansprakelijkheid	81
6.1.1.7	Implicatie en gevolgen voor financiële crowdfunding	82
6.2	Wetgeving van toepassing op het crowdfundingplatform	84
6.2.1	Crowdfundingwet	84
6.2.1.1	Ratio legis	84
6.2.1.1	Alternatieve-financieringsplatformen	85

6.2.1.1.1	Overzicht	86
6.2.1.2	Alternatieve-financieringsdiensten	88
6.2.1.3	Bedrijfsvergunning (“AFP-vergunning”)	89
6.2.1.4	Bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden	91
6.2.1.1	Werking van het platform voor alternatieve-financieringsdiensten	93
6.2.1.1	Financieringsvehikels	95
6.2.1.1	Buitenlandse aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten	97
6.2.1.2	Toezicht- en sanctiemechanisme	98
6.2.1.3	Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding	100
6.2.2	Beleggingsdienstenwet	101
6.2.2.1	Ratio legis	101
6.2.2.2	Het begrip beleggingsonderneming	102
6.2.2.3	Beleggingsdiensten	104
6.2.2.4	Financiële instrumenten	105
6.2.2.4.1	Vergunningen onder de Beleggingdienstenwet	106
6.2.2.4.1.1	Vergunningen als beursvennootschap	108
6.2.2.4.1.2	Vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies	110
6.2.2.5	Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding	111
6.2.3	PSD2-wet	112
6.2.3.1	Ratio legis	112
6.2.3.2	Betalingsdiensten	113
6.2.3.3	Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding	114
6.2.4	ICB-wet	115
6.2.4.1	Ratio legis	115
6.2.4.2	Collectieve beleggingen	116
6.2.4.3	Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding	116
7	Relevante beleggingsinstrumenten inzake financiële crowdfunding	118
7.1	Aandelen	118
7.1.1	Wat zijn aandelen?	118
7.1.2	Lidmaatschapsrechten	119
7.1.3	Patrimoniale rechten	119
7.1.4	Certificering	120
7.2	Obligaties	120
7.2.1	Wat zijn obligaties?	120
7.2.2	Constitutieve elementen van een obligatielening	121

7.2.2.1	Lening	122
7.2.2.2	Collectieve karakteristieken	123
7.2.2.3	Vertegenwoordiging door obligaties	124
7.2.1	Wie mag er obligaties uitgeven?	125
7.2.2	Soorten obligaties	126
7.2.2.1	Gewone obligaties	126
7.2.2.2	Converteerbare obligaties	127
7.3	Gestandaardiseerde leningen	128
8	Fiscaalrechtelijk kader inzake financiële crowdfunding	129
8.1	Tax Shelter voor start-ups en scale-ups	129
8.1.1	Investeerdersprofiel	130
8.1.1	Gekwalificeerde vennootschappen	132
8.1.1.1	Een vennootschap	132
8.1.1.2	Startende onderneming	132
8.1.1.3	Groeibedrijf	133
8.1.1.4	Kleine vennootschap	134
8.1.2	Investering	135
8.1.3	Investeringswijze	136
8.1.4	Belastingsvermindering	137
8.2	Vrijstelling van roerende voorheffing op interesten bij crowdlending	139
8.2.1	Profiel van de kredietgever	140
8.2.1	Profiel van de kredietnemer	141
8.2.2	Modaliteiten leningovereenkomst	141
8.2.1	Erkend crowdfundingplatform	142
8.2.2	Belastingsvoordeel	143
8.3	Gewestleningen	144
8.3.1	Winwinlening Vlaanderen	144
8.3.1.1	Profiel van de kredietgever	145
8.3.1.2	Profiel van de kredietnemer	146
8.3.1.3	Modaliteiten winwinlening	147
8.3.1.4	Belastingskrediet	150
8.3.2	Coup de pouce-lening	151
8.3.2.1	Profiel van de kredietgever	151
8.3.2.2	Profiel van de kredietnemer	152
8.3.2.3	Modaliteiten lening	152
8.3.2.4	Belastingskrediet	154

8.3.3	Proxi-lening Brussel	155
8.3.3.1	Profiel van de kredietgever	155
8.3.3.2	Profiel van de kredietnemer	155
8.3.3.3	Modaliteiten lening	156
8.3.3.4	Belastingskrediet	157
9	Tussenconclusie	159
DEEL 2		162
CROWDFUNDING IN HET VASTGOEDONTWIKKELINGSPROCES		162
Vraag 1.	Wat verstaan we in deze bachelorscriptie onder het begrip vastgoedontwikkeling?	163
Vraag 2.	Welk crowdfundingmodel wordt het meest toegepast inzake vastgoedontwikkeling?	164
Vraag 3.	Hoe groot is de markt huidig voor crowdlending inzake vastgoedontwikkeling?	166
Vraag 4.	Hoe structureert het crowdfundingplatform de leningen?	174
Vraag 5.	Aan welke voorwaarden moet de bouwpromotor voldoen om een crowdfundingcampagne te kunnen houden?	175
Vraag 6.	Welke beweegredenen zijn er om als bouwpromotor een fondsenwerving via crowdfunding te houden?	177
Vraag 7.	Voor welke vastgoedontwikkelaars is crowdfunding geschikt?	181
Vraag 8.	Welke garanties moet een vastgoedontwikkelaar aanbrengen bij crowdlending?	182
Vraag 9.	Welke bedragen worden er door bouwpromotoren huidig opgehaald?	184
Vraag 10.	Met welke interestpercentages dient de bouwpromotor rekening te houden?	185
Vraag 11.	Kan een vastgoedontwikkelaar meerdere crowdfundingcampagnes tegelijkertijd houden?	186
Vraag 12.	Kan crowdlending voor de (her-)financiering van een bouwgrond gebruikt worden?	188
Vraag 13.	Onder welke kredietmodaliteiten wordt een leenovereenkomst afgesloten?	189
Vraag 14.	Wat zijn de terugbetalingsmodaliteiten?	192
Vraag 15.	Kan een lening vervroegd terugbetaald worden?	193
Vraag 16.	Hoelang duurt het opzetten van een crowdfundingcampagne?	193
Vraag 17.	Hoe wordt een crowdlendingoperatie in de boekhouding verwerkt?	194
Vraag 18.	Wat gebeurt er in een scenario van wanbetaling?	196
Vraag 19.	Wat gebeurt er indien het bedrag niet bereikt wordt?	197
Vraag 20.	Welke tarifiering hanteert het crowdfundingplatform?	197
SLOTWOORD		199

BIBLIOGRAFIE	200
LIJST VAN FIGUREN EN TABELLEN	206
LIJST VAN AFKORTINGEN	207

INLEIDEND WOORD

Beste lezer,

Een bachelorproef wordt gewoonlijk geschreven aan het einde van een driejarige bacheloropleiding aan een Vlaamse instelling voor hoger onderwijs. Het is dan ook de

bedoeling met deze bachelorthesis de verworven kennis over de afgelopen academiejaren te bundelen tot een eindproduct dat een bijdrage levert tot een voor het werkveld relevant thema.

Specifiek vanuit de bacheloropleiding vastgoed aan de Odisee co-hogeschool wordt er van ons studenten verwacht een onderwerp te doorgronden dat ten minste één van de vier beroepsoriëntaties – vastgoedbemiddeling, -beheer, -promotie of -expertise – en minstens twee leerlijnen – bouwtechnische, juridische en/of financieel-economische leerlijn – aansnijdt.

Vanuit mijn doorgedreven interesse voor vastgoedontwikkeling en bedrijfsfinanciering, is dan ook mijn thesisonderwerp *“Crowdfunding: een alternatieve financieringsmethode voor de Belgische bouwpromotor”* voortgesproten. Veelal zorgde de constellatie aan observeringen waarbij een vastgoedontwikkeling uit zijn aard te kwalificeren valt als een opportunistische vastgoedinvestering en traditionele vermogensverschaffers, zoals banken, in volatiele economische tijden, waar we ons overigens huidig in bevinden gezien de corona pandemie, een terughoudende kredietpolitiek voeren, voor het ontstaan van het vraagstuk of er geen alternatieve financieringstechnieken ter beschikking van de bouwpromotor staan.

Tijdens de initiële zoektocht naar een antwoord op dit vraagstuk stuitte ik maar al te gauw op de welgekende vastgoedfondsen, gereguleerde vastgoedvennootschappen en beursgenoteerde vastgoedontwikkelaars die publieke gelden investeren in vastgoedprojecten. Echter zorgt de exclusieve toegang tot de beurs ten aanzien van de grote vastgoedonderneming ervoor dat kleine en middelgrote vastgoedondernemingen hun lot tijdens een fondsenwerving louter dienen toe te vertrouwen aan bankiers of risicokapitalisten, die sinds de financiële crisis van 2008 steeds in een later stadium de geldkraan opendraaien.

Daarentegen zorgde verder onderzoek tot het stuiten op de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding. Gelet op de jonge bestaansgeschiedenis, wint crowdfunding niet alleen aan belang bij innovatieve start-ups en scale-ups, maar ook vooral bij bouwpromotoren. Zo kopte Trends magazine reeds in september 2017 *“Vastgoedontwikkelaars wagen zich aan crowdfunding”* en De Tijd nog vrij recent in september 2020 *“De (nieuwe) alternatieve financiering voor vastgoedpromotoren”*. Loutere media-aandacht laat ons er echter niet toe om een oordeel te vellen omtrent de populariteit van crowdfunding bij vastgoedpromotoren. Weliswaar tonen statistieken van Look&Fin, één van de grootste crowdlendingplatformen in België, aan dat reeds 44% van de gelanceerde crowdfundingcampagnes, vastgoedgeëoriënteerd zijn. Om te kunnen spreken van een revolutie inzake de financiering van

vastgoedprojecten is het evenwel nog te vroeg. Toch wensen we met deze bachelorscriptie in te pikken op deze tendens en de bouwpromotor als het ware een leidraad te bezorgen bij het initialiseren van een crowdfundingcampagne ter financiering van een vastgoedproject.

(Look&Fin, z.d.)

In wat volgt kan u dan ook een tweeledige benadering terugvinden van het concept van crowdfunding binnen de vastgoedsector. Door deze tweeledige benadering is het dan ook mijn opzet om een overzichtelijk en gesynthetiseerd antwoord te formuleren op de hoofdonderzoeksvraag:

Waarom zou een bouwpromotor een crowdfundingtranche dienen te betrekken in de financieringsmix van een welbepaald (residentieel) vastgoedproject?

Vooreerst vormt *deel 1 "literatuuranalyse"* van deze bachelorproef een inleidend benadering van het concept van crowdfunding onder het Belgische recht. Hiermee wensen we de lezer dan ook inzicht te verschaffen in het concept van crowdfunding. Onder dit deel gaan we dan ook in op wat crowdfunding nu werkelijk betekent, voorzien we een definiëring onder het Belgische recht, gaan we in op de beweegredenen waartoe crowdfunding is ontstaan en implementeren we een vleugje ontstaansgeschiedenis. Nadat we dit inleidend kader achter ons hebben gelaten, kunnen we pas echt overgaan tot de specifieke inhoud van crowdfunding. Bijgevolg zoomen we verder in op de verscheidene crowdfundingmodellen die zich doorheen de evolutie van crowdfunding hebben ontwikkeld. Anders geven we ook een beeld van het proces achter een crowdfundingcampagne, de betrokken partijen en de evolutie van financiële crowdfunding in België. Als laatste ronden we het eerste deel af met een bespreking van het vigerende Belgisch reglementaire kader inzake financiële crowdfunding, wat de relevante beleggingsinstrumenten zijn en welke fiscale gunstmaatregelen de Belgische of deelstatelijke wetgever heeft trachten op poten te zetten om crowdfunding bij de particulier te stimuleren. Na het eerste deel afgerond te hebben, zullen we in *deel 2 "crowdfunding in het vastgoedontwikkelingsproces"* de voorheen besproken materie relateren binnen een vastgoedgeörienteerde context. Om de inhoud onder dit deel behapbaar te maken voor de lezer, zullen we hier dan ook gebruik maken van een handige Q&A structuur en geen lijvig tekstuele uiteenzetting zoals in deel 1. De hoofdgedachte die achter deze Q&A schuilgaat, is het trachten formuleren van een antwoord op enkele praktische vragen die de bouwpromotor mogelijks kan stellen bij het concept van crowdfunding.

Tenslotte ronden we deze bachelorproef af met een eindconclusie waarin we een concluderend antwoord formuleren op onze centrale onderzoeksvraag.

Ik wens u oprecht veel leer- en leesplezier en hoop met dit werk mijn geboeidheid voor dit onderwerp te tonen.

Deel 1

Literatuuranalyse

Zoals reeds aangegeven in de inleiding kan u als lezer onder dit eerste deel een literatuuranalyse van het concept van crowdfunding terugvinden. Vooraleer we u als lezer loslaten op de materie, wensen we toch het concept van crowdfunding kort in te leiden.

Crowdfunding, een term die binnen financiële middens nog maar recent aan belang heeft gewonnen, kan u ofwel bekend, dan wel onbekend in de oren klinken. Ook al heeft u van het begrip al eens gehoord, toch kan het relateren van een begripsomschrijving u misschien wat moeite kosten. Daarbij kan crowdfunding dan ook in zijn meest eenvoudige vorm omschreven worden als een alternatieve financieringsmethode waarbij in hoofdzaak drie partijen een rol van betekenis hebben, namelijk ondernemers of andere personen die een project hebben die ze wensen gefinancierd te krijgen, een groep van investeerders die opzoek zijn naar al dan niet lucratieve investeringsopportunities en een online crowdfundingplatform dat als tussenpersoon fungeert tussen de twee voorheen aangehaalde partijen.

Sinds de opkomst van crowdfunding heeft deze financieringstechniek zich als het ware gemuteerd in verschillende verschijningsvormen waarbij men huidig hoofdzakelijk een onderscheid kan maken tussen een niet-financiële en financiële variant. De niet-financiële variant van crowdfunding is veelal ingeblazen door een filantropisch gedachtengoed waarbij men crowdfunding in de vorm van donaties, koop-verkoop en beloningen in ogenschouw dient te nemen. Daarnaast poogt de financiële variant veelal particuliere investeerders een rendement te bieden op hun spaargelden waarbij krediet-gebaseerde en aandelen-gebaseerde crowdfunding het voortouw nemen. Weliswaar ligt binnen de scope van deze bachelorproef de financiële variant van crowdfunding aan de hoofdzaak.

Naast een blik te werpen op de partijen die betrokken zijn tijdens een crowdfundingcampagne, de evolutie van financiële crowdfunding in België, de beweegredenen waartoe crowdfunding als alternatieve financieringsmethode is ontstaan en dergelijke meer, zullen we onder deze literatuuranalyse hoofdzakelijk de nadruk leggen op de financieel- en fiscaalrechtelijke kaders die aan financiële crowdfunding gerelateerd kunnen worden.

Uit voorgaande paragrafen kunnen we namelijk afleiden dat deze financiële variant veelal een belegging tracht op poten te zetten waarbij fondsen worden toegekend aan ondernemers of andere personen door investeerders in ruil voor een rendement op de oorspronkelijke investering. Gelet op deze karakteristieken is het evenwel niet ondenkbaar dat de Belgische wetgever aangaande deze financiële variant wetgevend heeft willen optreden. In hoofdstuk 6

gaan we dan ook dieper in op de financieelrechtelijke aspecten die bij financiële crowdfunding komen opdraven. We maken hier reeds notie dat voornamelijk de Prospectuswet en Crowdfundingwet binnen het gegeven van financiële crowdfunding een centrale rol aannemen.

Zoals aangegeven zal onder deze literatuuranalyse ook een uitgebreide bespreking voorzien worden van de fiscale voordelen die inzake financiële crowdfunding genoten kunnen worden. We kunnen hierbij hoofdzakelijk drie fiscale kaders met name de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven, de vrijstelling van onroerende voorheffing op interesten bij crowdlending en de gewestelingen in beschouwing nemen. Gelet op het feit dat de Belgische wetgever met de fiscaliteit het gedrag van mensen als het ware kan sturen, is het stimuleren van particulieren om via crowdfunding te investeren dan ook veelal hierdoor ingegeven.

Tot slot zullen we onder dit deel een korte tussenconclusie voorzien, dat de belangrijkste onderdelen kort samenvat.

1. Inleidende benadering van crowdfunding

1.1 Wat is crowdfunding?

In de literatuur wordt crowdfunding voornamelijk omschreven als een vorm van participatieve financiering, maar ook als een alternatief en sociaal financieringsmodel, waarbij voor de financiering (“funding”) van een welbepaald project beroep wordt gedaan op een groep mensen (“the crowd”) die elkeen een al dan niet variabel bedrag toedragen. Crowdfunding laat vooral ondernemingen, maar ook in specifieke gevallen natuurlijke personen, toe een

financieringsronde rechtstreeks bij het grote publiek op te halen, zonder daarvoor beroep te moeten doen op traditionele financieringskanalen zoals banken.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

1.2 Definiëring van crowdfunding onder het Belgische recht

Doordat de inhoud onder voorgaande titel slechts zorgt voor een indicatieve benadering van het begrip crowdfunding, gaan we in wat volgt in op een meer uitgebreidere invulling van deze financieringsmethode. Onder deze titel wensen we dan ook crowdfunding binnen een meer juridische daglicht te plaats zodoende in latere hoofdstukken deze financieringstechniek te kunnen toetsen aan het vigerende financieelrechtelijk kluwen aan regelgeving.

Gelet op de jonge bestaansgeschiedenis van deze financieringstechniek binnen het rechtsverkeer en het gebrek aan een wettelijke definitie dienen we binnen onze verdere zoektocht naar definiëring voornamelijk terug te vallen op de beperkte Belgische rechtsliteratuur. Bij de raadpleging en vergelijking van verschillende rechtsbronnen viel op dat Borgerhoff en Bytterbier (2016) in de meest uitgebreide juridische werkdefinitie voorzien:

“De techniek van crowdfunding is een alternatieve wijze van financiering waarbij het publiek, via alle mogelijke middelen (maar doorgaans via het internet), een (klein) bedrag naar keuze kan investeren in een specifiek en welomschreven project of doel van een projecthouder, ter financiering van dit project of doel, in ruil waarvoor het een materiële, immateriële of een financiële tegenprestatie kan ontvangen van die projecthouder, en waarbij de uitvoering van het project doorgaans slechts een aanvang neemt zodra het vooraf door de projecthouder opgegeven bedrag bij het publiek werd opgehaald.”

Deze werkdefinitie zorgt ervoor dat enkele essentiële elementen die aan de basis liggen van crowdfunding gedistilleerd kunnen worden. Vooreerst voorziet deze definiëring in de terminologie van “*alternatieve financieringswijze*” waar we crowdfunding meteen kunnen onderscheiden van eerdere traditionele financieringsmethoden zoals bancaire kredieten. Waar het definiëren van het woord “crowdfunding” al geen evidentie is, is het omschrijven van het woord “alternatief” in een financiële context dit evenmin. Onder het begrip “alternatief” dient men dan ook in deze omstandigheid de situatie te verstaan waarbij men als projecthouder een financieringsbron aanspreekt die bestaat uit een grote groep mensen (veelal particulieren), “funders” of “backers” genaamd, en niet een eerder beperkte kring van

vermogensverschaffers, zoals banken. Volledigheidshalve kan men crowdfunding ook omschrijven als een complementaire financieringsbron gestoeld op het feit dat het vigerende rechtskader mogelijks nog te beperkend is voor ondernemingen om de gehele financieringsbehoefte in te vullen. Hierdoor zijn ondernemingen meestal toch genoodzaakt om traditionele financieringsmethoden aan te spreken.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Een ander belangrijk element waarin deze werkdefinitie voorziet zijn de betrokken partijen in een crowdfundingcampagne. Hoofdzakelijk interacteren tijdens een crowdfundingcampagne drie partijen met elkaar. Vooreerst is de projecthouder of promotor de initiatiefnemende partij die voor zijn specifiek en welomschreven project onderzoek gaat naar fondsen ter financiering van dit project. Voorts doet de projecthouder beroep op geïnteresseerde investeerders of funders die meestal een (klein) bedrag naar keuze, rekening houdende met de voorwaarden beschreven in het aanbod, toedragen tot het behalen van de financieringsdrempel van het project. Als laatste vervult een crowdfundingplatform meestal een intermediaire functie tussen projecthouders en investeerders. Zo treedt het crowdfundingplatform op als tussenpersoon, ten behoeve de praktische organisatie van de financieringsronde in goede banen te leiden.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

Tenslotte halen Borgerhoff en Byttebier (2016) in hun werkdefinitie duidelijk aan dat in ruil voor de toedrage funders kunnen rekenen op een materiële, immateriële of financiële tegenprestatie. In het tweede hoofdstuk zullen we dan ook zien dat de tegenprestatie die funders al dan niet mogen verwachten het meest essentiële element vormt waarin we de verschillende verschijningsvormen van crowdfunding kunnen opdelen.

1.3 De oorzaak tot het ontstaan van crowdfunding als alternatieve financieringstechniek

Wat betreft de oorzaak waartoe crowdfunding als alternatieve financieringstechniek is ontstaan, haalt de literatuur meerdere beweegredenen aan. In hoofdzaak liggen zowel maatschappelijke tendensen als de financieringsproblematiek waarmee ondernemingen de afgelopen jaren te maken kregen aan de basis voor het ontstaan van alternatieve financieringsmethoden zoals crowdfunding. Ook vormde de inburgering van de deeleconomie

en financiële technologie een draagvlak voor het ontstaan van crowdfunding. Hieronder zullen we dan ook kort inpikken op voormelde pijlers.

1.3.1 Maatschappelijke tendensen

“While all our ancient beliefs are tottering and disappearing, while the old pillars of society are giving way one by one, the power of the crowd is the only force that nothing menaces, and of which the prestige is continually on the increase. The age we are about to enter will in truth be the era of crowds.”

Gustave Le Bon

In de nasleep van de financiële crisis van 2008 bevindt de Belgische economie, net zoals tal van andere westerse economieën, zich nog steeds in wispelturige economische tijden. De huidige beleidsmatige aanpak, die voornamelijk gestoeld is op de theorieën van het economische neoliberalisme, die op Europese en nationale leest gevoerd worden, is flagrant aan het falen. Een duidelijke illustratie hiervan betreft dan ook de opdroging van het bancaire financieringskanaal naar ondernemingen toe door de aanscherping van de internationale bankreglementering uit de Bazelse akkoorden. Het is dus geen publiek geheim meer dat sinds de bankencrisis van 2008 ondernemingen aangewezen zijn op alternatieve financieringsmethoden.

Van deze inefficiënties in de markt hebben innovatieve ondernemers en financiers gebruik gemaakt om oplossingen te bieden voor deze steeds groter wordende vraag naar alternatieve financieringsmethoden. Één van deze alternatieve financieringsmethoden dat werd gecreëerd rond de zogenaamde “sharing economy” of deeleconomie omhelst crowdfunding. Via crowdfunding kan een onderneming, dat al dan niet moeilijkheden ondervindt bij het bekomen van traditionele financiering, beroep doen op een exploitant van een crowdfundingplatform zodoende op een zo efficiënt mogelijke wijze de financieringsbehoefte geheel of deels in te vullen. Hierdoor is de onderneming niet langer, zij het in een opstart- of groeifase, gehouden tot het aankloppen bij traditionele financiers. Crowdfunding kan er met andere woorden voor zorgen dat de “equity gap” ingevuld kan worden. Hierdoor kan uiteindelijk een draagvlak worden gecreëerd waarbij traditionele financiers wel mee op de kar springen.

Ook wanneer we het crowdfundingverhaal vanuit de positie van de investeerder bekijken, kan crowdfunding soelaas bieden voor een aantrekkelijker rendement. In tijden van historische

lage rentes zijn investeerders steeds meer op hun eigen aangewezen bij de zoektocht naar rendement. Waar crowdfundingcampagnes een groot aantal beleggers beogen, die slechts investeren voor een klein bedrag, kan crowdfunding zeker een interessante beleggingsopportunity vormen. De aanhoudende lage rentestand op spaargelden kan zodoende als een positief effect aanschouwd worden in de verdere ontwikkeling van crowdfunding.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Aldus vervult crowdfunding vanuit een breder maatschappelijk perspectief een duale behoefte. Enerzijds hebben we ondernemingen die opzoek gaan naar efficiëntere vormen van financiering en anderzijds veelal particuliere investeerders die toegang willen tot lucratieve investeringen. Een bevestiging van deze maatschappelijk ideologie omtrent crowdfunding kunnen we dan ook terugvinden in congresverklaringen van senator Jeff Merkley respectievelijke afgevaardigde Partrick McHenry bij de creatie van het allereerste wettelijke kader omtrent crowdfunding in de Verenigde Staten, namelijk de JOBS-act.

Senator Jeff Merkley:

“Low-dollar investments from ordinary Americans may help fill the void, providing a new avenue of funding to the small businesses that are the engine of job creation. The CROWDFUND Act would provide startup companies and other small businesses with a new way to raise capital from ordinary investors in a more transparent and regulated marketplace.”

Afgevaardigde Patrick McHenry:

“High net worth individuals can invest in businesses before the average family can. And that small business is limited on the amount of equity stakes they can provide investors and limited in the number of investors they can get. So, clearly, something has to be done to open these capital markets to the average investor.”

Deze JOBS-act of Jumpstart Our Business Startups act werd in 2012 aangenomen door het Amerikaans Congress. De regulering aangaande crowdfunding maakte deel uit van een breder wettelijk initiatief in de VS om startende en groeiende ondernemingen in de nasleep van de financiële crisis van 2008 te ondersteunen in het economisch herstel.

Wanneer we bovenstaande verklaringen in beschouwing nemen, kan men concluderen dat het wettelijk kader omtrent de JOBS-act een tweeledig karakter had. Zowel de (kleine) onderneming zou via crowdfunding kunnen “profiteren” van een nieuwe en flexibelere financieringsbron, maar ook “the ordinary American” zou hierdoor de opportuniteit krijgen om lucratieve projecten mee te ondersteunen die voorheen alleen beschikbaar waren voor “high net worth individuals”.

(Securities and Exchange Commission, 2012)

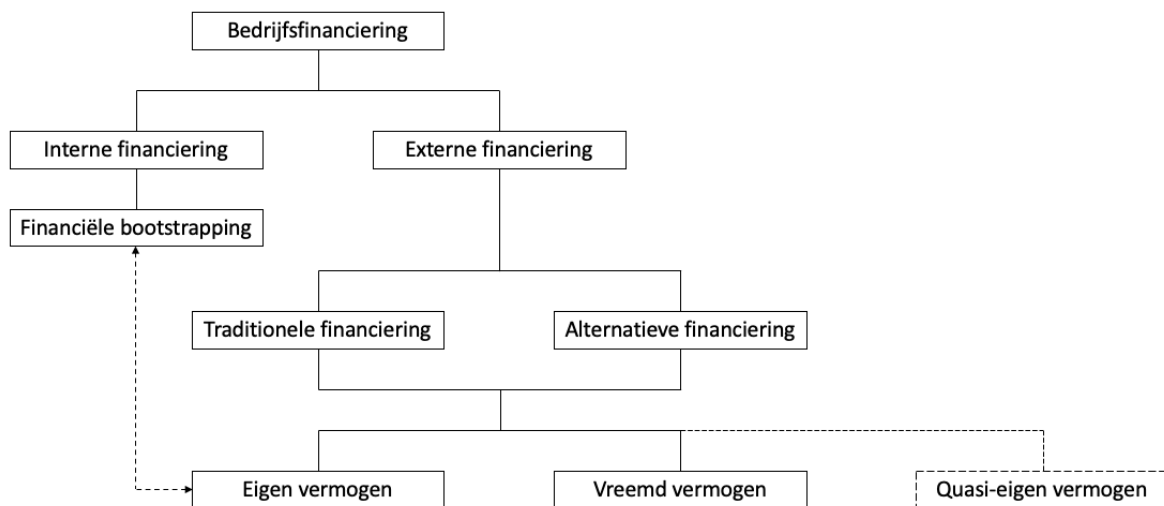
1.3.2 Financieringsproblematiek

Een volgende problematiek die sterk aanleunt bij de voorgaande maatschappelijke tendensen, betreft de gebrekkige toegang tot financiering langs het traditionele financieringskanaal. Wanneer een ondernemer aldus de moedige beslissing heeft genomen om eindelijk zijn idee in een bedrijfsverhaal te gieten met de opstart van zijn eigen onderneming, zal hij vervolgens bij het doorkruisen van de verschillende stadia van het groeiproces geconfronteerd worden met de financieringsproblematiek als hinderpaal.

Waar anno 2021 aangenomen kan worden dat er kapitaal in overvloed is, is er van een efficiënte marktwerking binnen het financieringslandschap allerm minst sprake. Enerzijds maken ondernemers nog al te vaak de fout om hun financieringsbehoefte louter en alleen uit te drukken in een bedrag, niettegenstaande het feit dat de toegevoegde waarde voornamelijk zit in de modaliteiten verbonden aan de financiering. Anderzijds vormt de gebrekkige transformatie van middelen naar ondernemingen toe, vanuit aanbodzijde, een versterkende factor binnen de financieringsproblematiek. Als ondernemer is het dan ook zeer belangrijk duidelijk de financieringsbehoeften af te bakenen en deze als het ware te laten vereenzelvigen met het financieringsaanbod op de markt. Weliswaar zijn de financieringsbehoeften van startende ondernemingen en groeiondernemingen zowel qua volume als modaliteiten fundamenteel verschillend. Zo kunnen groeiondernemingen binnen het financieringsvraagstuk mogelijks reeds onder het wezen van “bankable business” gecatalogeerd worden, terwijl een startende onderneming zich veelal moet beperken tot de inbreng van de bedrijfsleider of deze van friends, family & fools. Het spreekwoordelijke gezegde “not all the money is the same” vindt hier dus zijn relevantie.

In eerste instantie zal de bedrijfsleider binnen de koers van zijn onderneming dienen te kiezen tussen de aanwending van interne middelen ten opzichte van het aantrekken van externe financiële middelen. Waar de meeste ondernemingen intern onvoldoende eigen middelen genereren om het groeiproces te ondersteunen, zal men dan ook in de meeste gevallen aangewezen zijn tot het aantrekken van externe middelen. Externe financiering dient men trapsgewijs onder te verdelen in twee hoofdcategorieën namelijk traditionele of bancaire financiering en alternatieve of niet-bancaire financiering, waarbij conceptueel een onderscheid bestaat tussen eigen vermogen en vreemd vermogen.

(Aernoudt, 2019)



Figuur 1 Overzicht financieringsbronnen (eigen bewerking) (Aernoudt, 2019)

1.3.2.1 Interne financiering

Interne financiering of bootstrapping kan omschreven worden als de aanwending van intern gegenereerde financiële middelen voortvloeiende uit de activiteiten van de onderneming ter ondersteuning van het verdere groeiproces. Boekhoudkundig kan bootstrappen vertaald worden in de zelffinancieringscapaciteit van de onderneming bestaande uit de vrije kasstroom die aangewend kan worden voor diverse investeringsprojecten. Wanneer deze zelffinancieringscapaciteit onvoldoende blijkt om de groei van de onderneming te ondersteunen, is men aangewezen op het aantrekken van externe financiering.

(De Ceulaer, 2018)

Een belangrijk gevolg van bootstrappen is dat winstreservering ten koste gaat van een dividenduitkering. Echter kan men de geschiktheid van een dividenduitkering sterk in twijfel trekken in het kader van een groeiende onderneming, waarbij indien de bedrijfsleiders het goed menen met de onderneming, alle intern gegenereerde middelen zullen ten dienste staan van deze groei. Een kanttekening die men aan voorgaande situatie moet koppelen is de onderneming die bij de uitoefening van zijn activiteiten te hoge vrije kasstromen produceert in vergelijking met het aantal projecten of investeringsopportuniteiten dat ze in de “*pipeline*” heeft zitten, die overigens voldoen aan de rendementseis. Dit kan ervoor zorgen dat er tussen aandeelhouders enerzijds en de bedrijfsleiding anderzijds zogenaamde “*agency problemen*” ontstaan, doordat de bedrijfsleiders deze overtollige liquiditeiten mogelijks zullen gebruiken voor projecten, zoals bijvoorbeeld overnames buiten de core business, die niet optimaal toedragen tot het creëren van aandeelhouderswaarde, ook wel “*empire building*” in het vakjargon genaamd. In deze situatie kan men stellen dat de intern gegenereerde middelen beter uitgekeerd worden, zodat de aandeelhouders ze kunnen aanwenden tegen betere voorwaarden.

(Marcus & Brealey, 2017) (Parmentier & Cuypers, 2015)

Als laatste kan de winstreservering wel toedragen tot een betere balansstructuur. Wanneer de onderneming in een later stadium wenst beroep te doen op enige vorm van externe financiering, bijvoorbeeld een bancair krediet, zal de sterkere eigen vermogenssituatie en de capaciteit om interne middelen te creëren uit de activiteiten een betrouwbaarder signaal vormen naar de financier toe.

1.3.2.2 Externe financiering

Zoals reeds aangehaald zal wanneer de intern gegenereerde middelen ontoereikend zijn, men beroep moeten doen op externe financiering. Allereerst kunnen we stellen dat externe financiering een enorme draagwijdte heeft waarbij men conceptueel gezien steeds het onderscheid dient te bewaren tussen eigen en vreemd vermogen. Daarnaast vormt de nog steeds sterke positie van het bankwezen inzake kredietverlening aan bedrijven de sleutelfiguur om externe financiering op te delen in enerzijds traditionele of bancaire financiering en anderzijds alternatieve of niet-bancaire financiering.

1.3.2.2.1 Traditionele financiering via het bankwezen

Dat het bemachtigen van externe financiering via het bancaire kanaal post financiële crisis 2008 voor ondernemingen niet meer vanzelfsprekend is geworden, is slechts een understatement. Waar banken historisch gezien de “go-to” vermogensverschaffers waren, wordt het bankwezen vanuit het ondernemerslandschap huidig veelal negatief gepercipieerd. Niettegenstaande het feit dat banken nog steeds de geliefkoosde financiers zijn van de Belgische ondernemer.

(Aernoudt, 2019)

Volgens Aernoudt (2019) ligt aan de basis van deze stelling en voorkeur voor het bankwezen vier beweegredenen, (1) het bancaire krediet vormt nog steeds één van de goedkoopste financieringsvormen, (2) bankiers bemoeien zich zelden in het bedrijfsbeleid, (3) banken in vergelijking tot bijvoorbeeld private equity firms eisen geen zitje in de raad van bestuur en (4) er heerst nog steeds de perceptie dat het bancaire krediet de meest toegankelijke financieringsvorm is.

Hoegenaamd vormt het bekomen van een bankkrediet als Belgische onderneming, zij het in een start-up, groei- of maturiteitsfase geen exacte wetenschap en een uiterst onzekere zaak. Waar de Belgische bankenfederatie Febelfin poneert dat ondernemingen nog steeds een lage kredietweigering ervaren, geeft dit duidelijk een vertekend beeld. Vanuit een breder perspectief dient men dan vooral te kijken naar welke elementen leiden tot een kredietweigering. Zo vormen het gebrek aan onvoldoende eigen inbreng, het gebrek aan waarborgen, een verstrenging van de voorwaarden in het kader van de Basel-normen en een onzekere terugbetalingscapaciteit er allemaal voor dat banken op het gebied van kredietverstrekking aan ondernemingen zichzelf als het ware uit de markt concurreren.

(Aernoudt, 2019)

Om nu te duiden waar het schoentje eenmaal knelt in de haat-liefdeverhouding tussen banken en ondernemingen is het nodig enkele opvattingen uit de praktijk aan te halen. Hierbij kan de enorme transitie die het bankenlandschap de afgelopen jaren heeft ondergaan, waarbij men “banking as such” kan opsplitsen in een pre en post tijdperk na de financiële crisis, als een eerste oorzaak aangeduid worden. De ineenstorting van de Amerikaanse vastgoedmarkt in 2008 met de enorme waardedaling van de daaraan gekoppelde mortgage-backed securities

("MBS-products") waarbij het globale forum aan grootbanken "heavily invested" waren in dergelijke beleggingsinstrumenten, zorgde voor het pervers effect dat de bancaire sector op haar grondvesten daverde. De faillissementsaanvraag van Lehman Brothers op 15 september 2008 heeft dan ook voor een ongeziene kettingreactie gezorgd waarbij banken over heel de wereld slechts overeind bleven door massale overheidssteun.

(Corporate Finance Institute, 2019)

De toen vigerende Basel II reglementering waarbij banken reeds verplicht werden tot een gezond risicomanagement bleek niet afdoende te zijn om de bankencrisis te vermijden. Om dergelijk financiële fiasco's naar de toekomst toe te vermijden, werden er dan ook met de invoering van Basel III en IV bijkomende vereisten opgelegd.

Zoals het eigen vermogen binnen de kapitaalstructuur bij ondernemingen dient als stootkussen om onverwachte risico's op te vangen, geldt net dezelfde redenering bij een bancaire instelling. De vier hoofdrisico's dat een bank loopt, kan als volgt onderverdeeld worden in: (1) het kredietrisico waarbij kredietnemers in de onmogelijkheid verkeren om de openstaande schulden te voldoen, (2) het marktrisico dat allerlei prijsbewegingen bundelt op de financiële markten, bijvoorbeeld interesten, die nadelig kunnen zijn ten aanzien van de bank, (3) het liquiditeitsrisico wat gepaard gaat met het ten alle tijden kunnen voldoen van de betalingsverplichten ten opzichte van bijvoorbeeld depositohouders, (4) het operationeel risico dat relateerbaar is aan inefficiënties met betrekking tot interne processen.

Om een deugdelijk bestuur binnen de bancaire sector te vrijwaren heeft de Basel reglementering vanaf het eerste Basel akkoord er dan ook voor gezorgd dat banken dienen te voldoen aan zogenaamde eigen vermogensverplichtingen om de mogelijke verliezen voortvloeiende uit voorgenoemde risico's op te kunnen vangen. Als basis voor deze "kapitaalvoorraad" dient men de risicokarakteristieken van de aangehouden kredietportefeuille in beschouwing te nemen. Waar de haat-liefderelatie nu werkelijk naar boven komt drijven is met het feit dat binnen deze risicokarakteristieken kredieten aan ondernemingen een zwaardere wegingsfactor krijgen dan bijvoorbeeld kredieten aan overheden. Een omvangrijke bedrijfsgerelateerde kredietportefeuille is met andere woorden nadeliger in het kader van deze eigen vermogensverplichtingen.

Verder vormt de kredietverstrekking an sich voor banken een onderdeel van hun activiteiten dat steeds meer onder druk is komen te staan. Zowel de globalisering van de economie als de consolidatiegolf van de afgelopen jaren in de bancaire sector heeft voor een stroomlijning gezorgd in het bankenlandschap. Banken hebben met andere woorden moeite om zich binnen hun marktaanbod te onderscheiden van de concurrentie. Dit gepaard gaande met het feit dat een bancaire instelling nog steeds een onderneming is met als doelstelling het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde, staat de kredietverstrekking aan ondernemingen sterk onder druk. Wanneer kredietverstrekking niet een eenzelfde rendabiliteit met zich meebrengt als de andere activiteiten of er te veel uitstaande kredieten zijn in vergelijking tot het eigen vermogen, zal er in de kredietportefeuille worden gesnoeid.

Volledigheidshalve halen we onder deze hoofding nog de zogenaamde “vertrouwensratio” en “risicopremie” aan die mogelijke hinderpalen vormen bij de kredietverstrekking aan ondernemingen. De vertrouwensratio kunnen we kaderen binnen de tendens dat zowel Belgische als Europese ondernemingen het steeds moeilijker hebben om langetermijnkredieten aan te trekken. Het gebrek aan vertrouwen in ondernemingen door het bankwezen zorgt er immers voor dat de kredietfaciliteiten slechts beperkt worden in het toestaan van kortetermijnkredieten. De geëiste waarborgen aangaande kredieten op korte termijn zijn immers minder veeleisend waarbij de achterliggende transacties meestal zelfliquiderend zijn.

(Aernoudt, 2019)

Het gevaar dat schuilt in een beperkter aanbod aan langetermijnkredieten is dat ondernemingen zouden verzaken aan het welomgekend “matching principe”. Dit principe stelt dat ondernemingen activa met een welbepaalde levensduur best financieren met passiva van gelijklopende duur. Indien ondernemingen ervaren dat de weg van de minste weerstand het aantrekken van kortetermijnfinanciering betreft, bestaat het risico dat langetermijnactiva zal gefinancierd worden met kortetermijnpassiva waardoor ondernemingen in herfinancieringscyclussen geraken en liquiditeitsproblemen reëel kunnen worden.

(Parmentier & Cuypers, 2015)

Tenslotte wensen we de risicopremie die banken aanrekenen bovenop de risicovrije rente als een laatste belangrijk element een blik gunnen. Hoofdzakelijk kunnen we de aangerekende

risicopremie betreffende de kredietverstrekking aan ondernemingen beschrijven als een werk “à la tête du client”. Zoals reeds aangehaald verschilt zowel de financieringsbehoefte, de financiële situatie als de aangerekende risicopremie van cliënt tot cliënt. Er kan dan ook een positieve correlatie opgemerkt worden tussen het risico van de onderneming en de aangerekende risicopremie. Opstartende ondernemingen, indien zij al in aanmerking zouden komen voor een bancaire krediet, zonder track record en onzekere financiële resultaten, zullen logischerwijs een hogere risicopremie aangerekend worden, vergezeld met eventuele extra waarborgen dan een onderneming die reeds een bewezen “track record” heeft.

(Aernoudt, 2019)

Deze uiteenzetting aan observatie uit de literatuur brengt ons tot de eenvoudige conclusie dat ondernemingen bij de invulling van hun financieringsbehoefte steeds meer aangewezen zijn op het aantrekken van andere of alternatieve financieringsmethoden. In wat volgt bekijken we dan ook de waaier aan alternatieve financieringsmogelijkheden die ter beschikking staan aan ondernemingen.

1.3.2.2 Alternatieve financiering via risicokapitaal

Het lijkt wel een contradictie om bij het aantrekken van externe financiële middelen te spreken over eigen vermogen. Bij externe financiering wordt er immers bijna automatisch gedacht aan het aantrekken van vreemd vermogen. Echter kan de reden waartoe een onderneming zijn kapitaal zou openstellen best samengevat worden als volgt *“net zoals je niet naar de beenhouwer gaat om brood, ga je niet naar de bank voor de financiering van een project dat zeer risicovol is”*.

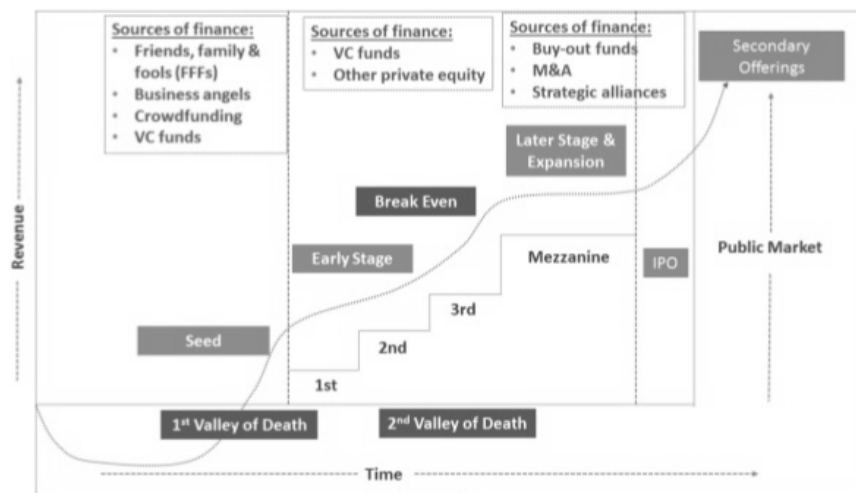
Zoals uit voorgaande paragrafen mocht blijken, is de afkeer van het bankwezen ten opzichte van risicovolle projecten of ondernemingen steeds meer een feit dan fictie geworden. Vooral startende en groeiende ondernemingen zijn de afgelopen decennia steeds meer aangewezen tot het aantrekken van alternatieve financiering in de vorm van risicokapitaal. Risicokapitaal omvat zowel de financiering via de beurs (public equity), via formele risicokapitalisten (private equity en venture capital) als via informele risicokapitalisten (business angels). Risicokapitaal wordt ook wel eens equity financiering genoemd doordat de fondsen binnen het eigen vermogen worden ondergebracht. Aldus worden al dan niet professionele derden betrokken in het eigen vermogen van de onderneming. In ruil voor de inbreng van fondsen krijgt deze partij aandelen

van de onderneming en wordt derhalve mede-eigenaar. Een belangrijk voordeel van risicokapitaal is dat de financiële structuur van de onderneming wordt verstevigd en zo de onderneming mogelijks eenvoudiger toegang heeft tot bancaire kredieten.

Afhankelijk van hoe de fondsen worden gestructureerd kunnen we zoals aangehaald een onderscheid maken tussen zogenaamd “formeel risicokapitaal” en “informeel risicokapitaal” waarbij de verdere beschouwing van het beurswezen bewust binnen het bestek van deze bachelorproef achterwege wordt gelaten. Wanneer we denken aan formeel risicokapitaal dienen we de professionele fondsmanager in beschouwing te nemen waarbij deze gelden namens een derde partij, bijvoorbeeld pensioensfondsen, verzekeringsmaatschappijen, ..., beheert en investeert. Deze fondsmanager neemt via een hiertoe speciaal opgerichte structuur de rol aan van intermediair om de allocatie van middelen tussen ondernemingen en de werkelijke kapitaalverschaffers mogelijk te maken.

Bij informeel risicokapitaal vindt in tegenstelling tot formeel risicokapitaal geen intermediatie door een derde (professionele) partij plaats. De investeerder verschaft het kapitaal, al dan niet via een juridische structuur, rechtstreeks aan de onderneming. Hoofdzakelijk vinden we in dit segment van risicokapitaal de business angel terug die naast het kapitaal ook zijn kennis of netwerk ter beschikking stelt aan de onderneming. Wanneer het over een eerder affectieve vorm van financiering door vrienden, kennissen of familie gaat, spreekt men ook wel over “lovmoney”.

Waar de bancaire instelling een bepaalde “zekerheid” inlast door de return op het geleverde vermogen te realiseren via de aangerekende interestvoet, maken risicokapitalisten gebruik van zogenaamde indirecte returns op de waardeappreciatie van de onderliggende aandelen. Deze achterliggende gedachte zorgt ervoor dat ondernemingen met nog onvoorspelbare of negatieve kasstromen, maar positieve winstperspectieven en bestaande groeiopportuniteiten, die in se niet in aanmerking komen voor bankfinanciering, kunnen beroep doen op risicokapitaal.



Figuur 2 Equity gaps (Aernoudt, 2019)

Tot slot komen vanzelfsprekend ook niet alle ondernemingen in aanmerking voor risicokapitaal, maar in vele gevallen zorgt risicokapitaal wel ervoor dat de zogenaamd eerste “small equity gap” en in een latere fase de “scale-up equity gap” kunnen worden opgevuld. Het ontstaan van een equity gap kan omschreven worden als de financieringskloof die ondernemingen ervaren tussen verschillende stadia van de financieringscyclus. Enerzijds vindt de small equity gap plaats bij startende bedrijven die een hoge cash burn rate hebben om het volgende stadium in het groeiproces te bereiken. Hierbij kunnen venture capital, business angels, crowdfunding, of nog zelfs friends, family & fools de initieel lagere bedragen aanreiken om de opstapelende verliezen te compenseren. Anderzijds ontstaat de scale-up equity gap in de situatie waarbij bedrijven staan voor een snelle expansie- of internationaliseringsfase. Deze bedrijven willen met andere woorden snel groot worden, maar het ontbreekt hen aan voldoende financiële middelen om deze groei te ondersteunen.

(Aernoudt, 2019)

Uit voorgaande paragrafen kunnen we afleiden dat risicokapitaal een alternatief kan bieden op het vaste stamien aan kredietverstrekking door het bankwezen. Wanneer ondernemingen niet in aanmerking komen voor een bankkrediet of slechts na een kapitaalinjectie, dienen deze het behoud van controle over de onderneming (cf. openstelling kapitaal) af te wegen ten opzichte van de beoogde groei. In wat volgt trachten we de voorgenoemde financieringsproblematiek te kwantificeren zodoende een beeld te verkrijgen van de praktische gevolgen van bovenstaande theoretische benaderingen.

1.3.2.3 Kwantificering financieringsproblematiek

Waar we in voorgaande paragrafen reeds de financieringsproblematiek die ondernemingen ervaren hebben aangekaart, zullen we in wat volgt deze financieringsproblematiek trachten te kwantificeren aan de hand van binnen de literatuur gehouden enquêtes bij het Belgische ondernemingslandschap. Zoals uit de literatuur mag blijken is het Belgische ondernemerslandschap bezaaid met kleine en middelgrote ondernemingen. Dit fenomeen kunnen we niet louter en alleen op een nationaal niveau bevestigen maar ook op Europese leest. Ook wat betreft de werkgelegenheid zorgen de Europese kmo's voor meer dan 60% van de werkgelegenheid. In tegenstelling tot de Verenigde Staten bedraagt dit cijfer slechts iets meer dan 40% en zijn het voornamelijk grote ondernemingen die met de plak zwaaien.

Verder heeft de financieringsproblematiek zich mettertijd vooral genesteld bij kmo's. Zoals aangehaald zijn ondernemingen en dus ook kmo's veelal aangewezen op het aantrekken van externe bronnen bij de financiering van hun activiteiten en investeringen. Deze externe financiering kan ofwel via een kapitaalbreng of via kredietverstrekking gebeuren. Doordat de risicokapitaalmarkt in België minder ontwikkeld is, zijn heel wat kmo's dus aangewezen op het aantrekken van kredietverstrekking via het bancaire kanaal.

Weliswaar is het aantrekken van een bancair krediet slechts voor een beperkt aantal kmo's een geschikte financieringsbron. Kmo's vereisen immers een gespecialiseerde financieringsaanpak doordat dit een zeer specifieke groep van kredietnemers is. Vooral startende, innovatieve en sterk groeiende ondernemingen vallen niet te catalogeren als "bankable business" door de toekomstige kasstromen die vrij onzeker zijn. Een kmo zal hoofdzakelijk slechts in aanmerking komen voor bankfinanciering indien ze beschikt over voldoende eigen vermogen en op basis van een goed uitgewerkt businessplan de terugbetalingscapaciteit kan aantonen. Het geven van onderpand of persoonlijke waarborgen kunnen wel soelaas bieden om het kredietrisico dat een bank loopt te verkleinen. Zo komen startende ondernemingen met meer vaste activa doorgaans sneller in aanmerking bij bankiers. Voorts blijkt uit de literatuur dat bedrijven die opereren in klassieke industrieën en hoogopgeleide bedrijfsleiders ook sneller in aanmerking komen voor bankfinanciering.

Ondanks de duidelijke toename in het volume aan uitstaande ondernemingskredieten sinds de financiële crisis van 2008, blijkt uit recente bevragingen aan kmo's dat deze nog steeds aanzienlijke problemen ondervinden bij het aantrekken van kredieten. Echter mag het

standpunt van de bank binnen deze problematiek niet uit het oog verloren worden. Banken kunnen niet anders dan voor kredieten aan kmo's over het algemeen hogere tarieven aan te rekenen en hogere waarborgen te eisen net omdat het risicoprofiel van een kmo ervoor zorgt dat de kans op niet terugbetaling groter is dan bij grote ondernemingen.



Figuur 3 Omloop aan ondernemingskredieten (Febelfin, 2020)

Bovendien situeren de oorzaken voor deze problemen bij kredietaanvragen zich vaak bij ondernemingen zelf waarbij er sprake is van een communicatiekloof tussen bank en onderneming met als gevolg een gebrekkige transmissie van gelden naar ondernemingen. Binnen een financiële context wordt deze communicatiekloof aangeduid als het ontstaan van informatieasymmetrie tussen twee of meerdere partijen waarbij de ene partij over meer of betere informatie beschikt dan de andere. Volgens een onderzoek uitgevoerd door de Bank J. Van Breda & C^o leiden (1) het verzwijgen van essentiële informatie, (2) een weinig onderbouwde kredietaanvraag en (3) het laattijdig signaleren van problemen tot het ontstaan van een vertrouwensbreuk in de bankrelatie.

Anders ervaren vanuit vraagzijde kmo's veelal dat banken (1) te hoge waarborgen eisen, (2) dat de kostprijs van het krediet te hoog is en (3) dat banken onduidelijkheid verschaffen omtrent de modaliteiten verbonden aan het krediet. Ook de bureaucratie of traagheid in het toekenningsproces, de administratieve rompslomp en het gebrek aan specifieke kmo-kennis vormen belangrijke hinderpalen bij de kredietaanvraag. Ook menen kmo's dat banken zich te veel baseren op cijfermatige gegevens bij de toekenning van kredieten. Een aanvullend gesprek met de onderneming zou deze cijfermatige gegevens kunnen nuanceren en een duidelijker beeld schetsen van de werking en mogelijkheden van de kmo. Tot slot kaarten kmo's aan dat banken duidelijkheid dienen te verschaffen omtrent welke informatie ze werkelijk wensen wanneer ze een bijkomend verzoek tot informatie richten aan de onderneming. Zo ontstaat de indruk bij banken dat kmo's bepaalde informatie niet willen verstrekken.

Enquête kmo-financiering 2018 - In het zog van voorgenoemde financieringsproblematiek poogde de Antwerp Management School en Universiteit Antwerpen een actueel beeld te schetsen omtrent welke obstakels ondernemingen ervaren tijdens de kredietaanvraagprocedure. Bij deze enquête werden 301 respondenten betrokken waarvan 60% naamloze vennootschappen, 33% besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en slechts een klein resterend aandeel andere vennootschapsvormen. Een andere belangrijke factor die we wensen mee te geven is dat van het aantal responderende ondernemingen de meerderheid ouder dan 10 jaar was en slechts 20% jonger dan 4 jaar.

Uit deze enquête blijkt dat 65% van de respondenten verklaren de afgelopen jaren te hebben gezocht naar externe financiering. Ook naar de toekomst toe meent een gelijkaardig percentage van 69% de komende jaren externe financiering nodig te hebben om de groei te ondersteunen. Een andere belangrijke parameter waar naar werd gepolst is de problemen die ondernemingen ervaren bij het aantrekken van financiering. Zo blijkt dat 20% van de respondenten veel problemen hadden bij het aantrekken van bankfinanciering in vergelijking tot slechts 14% in het kader van alternatieve financiering. Ook zijn het nog steeds de traditionele financieringsmethoden zoals bankfinanciering die het meest gebruikt worden door ondernemingen niettegenstaande het feit dat bij een mogelijke weigering tot financiering, ondernemingen zich steeds meer en met succes wenden tot het bemachtigen van alternatieve financieringsvormen zoals crowdfunding of een winwinlening.

(Aernoudt, 2019)

1.3.3 Financiële technologie

“Le crowdfunding a Internet comme roues motrices, la FinTech comme carburant, et l'économie collaborative pour volant.”

C. Bertrand et B. Jakubowski

Een laatste aspect waartoe men de opkomst van de hedendaagse vorm van crowdfunding te danken heeft, is de evolutie inzake financiële technologie. In voorgaande paragrafen hebben we reeds aangegeven dat het bankenlandschap de afgelopen jaren een grondige transitie heeft doorgemaakt. Naast de moeilijker groeiomgeving en strengere regelgevingen is deze metamorfose ook mede te wijten aan de technologische vloedgolf die werd ingezet door de

digitalisering, automatisering, concurrentie met technologiebedrijven (Fintechs) of nog grotere bedrijven zoals Google, Apple, Waar de historische kernactiviteit van banken veelal een fysieke waarde had die bestond uit verrichtingen uitvoeren, kredieten verlenen en deposito's beheren, kunnen deze alomtegenwoordige handelingen huidig louter via de smartphone of computer geregeld worden.

Algemeen omhelst financiële technologie of afgekort fintech die technologie die erop gericht is het traditionele model van financiële dienstverlening binnen de bank-, verzekerings-, juridische en beleggingssectoren te disrupten met innovatieve concepten waar evenwel ook crowdfunding onder te catalogeren valt. Zo bestaan er huidig sites voor participatieve financiering, die we in het vakjargon crowdfundingplatformen noemen. Via deze platformen kunnen personen die hoegenaamd geen affiniteit hebben met de onderneming of bedrijfsleider toch ertoe besluiten een welbepaald project te ondersteunen voor een welbepaalde vergoeding.

(Look&Fin, 2019)

1.4 Ontstaansgeschiedenis van crowdfunding

“Let us not wait for the millionaires to give us this money. It is not a gift from the millionaires of France to the millionaires of America, but a gift of the whole people of France to the whole people of America.”

Joseph Pulitzer

The nineteenth century version of crowdfunding – Bovenstaand citaat, afkomstig uit het dagblad New York World van 16 maart 1885, was een oproep van Joseph Pulitzer om één van de bekendste standbeelden in de wereld, het vrijheidsbeeld, maar wellicht één van de onbekendste crowdfunding campagnes, te financieren door “het volk”. Toen Frankrijk in 1884 het vrijheidsbeeld aan Amerika gaf, voor het goede samenwerkingsverband dat ze hadden, was er bijna een jaar later toen het arriveerde in New York slechts één probleem, een gelddeficit door het American Committee of the Statue of Liberty. Hierdoor werd het standbeeld voor meer dan een jaar gestockeerd in een opslagplaats tot er een oplossing werd gevonden voor de financiering van het granieten onderstel voor het standbeeld.

Deze oplossing werd gehandreikt door Joseph Pulitzer, uitgever van het toenmalige dagblad New York World. Pulitzer wou absoluut dat het vrijheidsbeeld in New York bleef en gebruikte daarom de kracht van de pers om bovenstaande oproep te publiceren. Men maakte via deze oproep de New Yorker warm om via kleine donaties voldoende middelen bijeen te garen om het onderstel van het vrijheidsbeeld toch te kunnen realiseren. De inspanningen van Pulitzer zorgde ervoor dat binnen een tijdsperiode van 5 maanden \$102 000 werd opgehaald waardoor in het vrijheidsbeeld terug leven werd geblazen. Als appreciatie werden alle donoren met naam genoemd in een latere publicatie van the New York World.

(Collin Crowdfund, z.d.) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

Een kind van de 21^e eeuw – Waar in voorgaande paragrafen duidelijk werd dat het principe van crowdfunding binnen onze bestaansgeschiedenis al een lange weg heeft afgelegd, waarbij in het verleden reeds projecten werden gefinancierd door “the crowd”, kan men crowdfunding toch een kind van de 21e eeuw noemen. Oospronkelijk was er in de 19e eeuw van het woord crowdfunding nog geen sprake, maar door de opkomst van het internet heeft het woord wel steeds meer momentum gekregen.

In feite is het woord crowdfunding afkomstig van de marketingterm crowdsourcing en wordt dan ook als een deelvorm ervan beschouwd. In het kader van crowdsourcing wordt er een online community gecreëerd die zich nauw betrokken voelt bij een product, project of onderneming. Hierbij beoogd men dan ook dat deze gemeenschap zich engageert met als doelstelling een welbepaald project te realiseren, een product te verbeteren of financiële middelen, kennis, ideeën of hun netwerk ter beschikking te stellen. Dit fenomeen is dan ook gestoeld op de onderliggende gedachte van een participatievere maatschappij en ondersteunt dan ook het maatschappelijk verantwoord ondernemen. Een eenzelfde principe kunnen we aldus terugvinden bij zowel crowdsourcing als crowdfunding met name een oproep aan het grote publiek ter ondersteuning van een project. Weliswaar vormt crowdfunding een financiële variant van crowdsourcing.

(Mohout et al., 2016)

Een eerste wettelijk kader - Waar crowdfunding de facto een moderne benaming is voor een eeuwenoud principe heeft de financiële crisis van 2008 als het ware de rol aangenomen van catalysator. Zoals aangehaald werd het bemachtigen van financiering post financiële crisis

steeds moeilijker voor ondernemingen. Nu crowdfunding anno 2021 wereldwijd aan belang heeft gewonnen, meent de literatuur dat *“modern day crowdfunding”* voor het eerst voet aan wal zette in de Verenigde Staten.

Vanuit de initiële opkomst van crowdfunding in de Verenigde Staten binnen de creatieve en culturele sector mondde het concept van reward- en donation-based crowdfunding uit in andere en hoofdzakelijk financiële modellen (cf. equity en debt crowdfunding). Dit zorgde ervoor dat louche figuren en “cowboys” een opportuniteit zagen in het gebruiken van crowdfunding binnen hun oplichtings- en fraudepraktijken. Met andere woorden kwam er een noodzaak tot een wettelijk kader voor de verdere ontwikkeling van crowdfunding als financieringsinstrument.

Aldus verwierf crowdfunding een eerste specifiek wettelijk kader met de invoering van de JOBS-act of Jumpstart Our Business Startups act in 2012 aangenomen door het Amerikaanse Congres. Verder kunnen we stellen dat de JOBS-act in hoofdzaak de versoepeling van de voorheen vigerende securities act van 1933 beoogde, terwijl de bescherming van de investeerder van primordiaal belang bleef. Het medium dat onder Titel III *“Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012”* van de JOBS-act werd gecreërd, betrof de mogelijkheid om in de financieringsbehoefte van een startende of groeiende onderneming te voorzien door middel van crowdfunding zonder te moeten voldoen aan de doorgedreven registratie- en informatieverplichtingen en de hieraan verbonden hoge kosten.

(Securities and Exchange Commission, 2012)

Crowdfunding in België – Ook in België heeft crowdfunding geen ongekende passage gehad. Veelal kreeg crowdfunding de nodige aandacht toen voormalig Minister van Financiën Koen Geens begin 2014 een wettelijk kader wenste te creëren zodoende de miljarden euro's op spaarboekjes wakker te schudden. Volgens een enquête van Unizo gebruikte slechts 2% van de ondernemers investeringen via crowdfunding. Dit wettelijk kader zou aldus moeten dienen om meer rechtszekerheid te verkrijgen omtrent investeringen via crowdfunding. Startende ondernemers zouden zo gemakkelijker hun startkapitaal bijeen moeten krijgen.

(Geens: “Crowdfunding moet het nieuwe investeren worden”, 2014)

Verder schenkte het Federaal regeerakkoord van 9 oktober 2014 bijzondere aandacht aan de verdere integratie van crowdfunding in het Belgische financieringslandschap. De regering wou namelijk de investeringen via risicokapitaal stimuleren zodoende ondernemers de kans te bieden voldoende financiering op te halen en het eigen vermogen van bedrijven te versterken. De regering zou dan ook verder werken op de reeds genomen maatregelen in het kader van de versoepeling van de prospectusplicht. De financiering van crowdfunding verder stimuleren en de activiteiten van crowdfundingplatformen beter omkaderen behoorden aldus tot één van doelstellingen van de regering.

(Federale regering, 2014)

Anno 2021 kunnen we algemeen stellen dat crowdfunding in de lift zit en zowel investeerders als ondernemers steeds sneller hun weg vinden naar deze alternatieve vorm van investeren. De beweegredenen hiertoe kan voornamelijk gezocht worden in de flexibilisering van de wettelijke kaders rondom crowdfunding.

(Bolero Crowdfunding, 2020)

2 Crowdfundingmodellen

Zoals aangehaald dient men de verschillende crowdfundingmodellen onder te verdelen enerzijds volgens het al dan niet bestaan van een financiële of niet-financiële tegenprestatie en anderzijds volgens de wijze waarop de financiële inbreng bij de projecthouder gestalte krijgt. Waar het overgrote deel van de rechtsliteratuur eenzelfde zienswijze hanteert omtrent deze indeling, duiden Vandezande en Van de Velde (2017) nog op een bijkomende belangrijk indelingselement namelijk de betrokkenheid van de investeerder.

	Niet-financiële tegenprestatie	Financiële tegenprestatie
Lagere betrokkenheid	Donatie of sponsoring	Crowdlending
Hogere betrokkenheid	Beloning of voorverkoop	Participatie via deelname

Tabel 1 Crowdfundingmodellen in functie van de betrokkenheid van de investeerder (Vandezande & Van de Velde, 2017)

Daar waar bijvoorbeeld de funder enkel een welbepaald bedrag wenst te doneren of uit te lenen zal deze overduidelijk geen zeggenschap verkrijgen in het verdere verloop van het project. Dit in tegenstelling tot de situatie waar de funder participeert in het kapitaal van een onderneming en hierdoor aandelen verkrijgt. Aan deze aandelen zijn in de meeste gevallen stemrechten verbonden wat ertoe leidt dat de funder inspraak krijgt in de onderneming. Ook bij een crowdfundingcampagne die de voorverkoop van een welbepaald product beoogd, is er sprake van een hogere betrokkenheid van de funder. In vele situaties kan de funder het project mee vorm geven en ligt het product de funder veelal nauw aan het hart.

Voorts zien we ook in de praktijk dat crowdfundingplatformen zich voornamelijk onderscheiden op basis van welke crowdfundingmodellen ze aanbieden. Zo bestaan er crowdfundingplatformen die zich volledig toeleggen op niet-financiële of financiële vormen van crowdfunding, alsook verschillende modellen combineren. Zoals zal blijken ligt aan de basis voor deze beweegreden voornamelijk de verplichte maatregelen die men dient te nemen in het kader van financiële crowdfunding in vergelijking tot niet-financiële vormen van crowdfunding.

Nu we een duidelijk overzicht hebben verkregen betreffende de elementaire indelingswijzen van crowdfunding kunnen we overgaan tot de bespreking van de verschillende crowdfundingmodellen. Logischerwijs vertrekken we vanuit de basisindeling tussen financiële en niet-financiële crowdfunding, aangevuld met de wijze waarop de financiële inbreng bij de projecthouder gestalte krijgt, wat ons brengt tot het onderscheid tussen (1) een participatie in

kapitaal of equity crowdfunding, (2) het verstrekken van een lening of crowdlending, (3) een (voor)verkoop en/of sponsoring in ruil voor een reward en (4) een zuivere donatie of sponsoring.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.1 Niet-financiële crowdfunding

Niet-financiële crowdfunding behelst iedere vorm van crowdfunding die niet gestoeld is op het uitgeven van financiële instrumenten waarbij de funder geen aandeelhouder of schuldeiser wordt en er aldus geen sprake is van een directe of indirecte financiële tegenprestatie. Het spreekt dan ook voor zich dat bij niet-financiële crowdfunding veelal het altruïstische, filantropische en sociale motief prevaleert op het bekomen van enige tegenprestatie.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.1.1 Donatie-gebaseerde crowdfunding

Onder het donatie-gebaseerde crowdfundingmodel dekken de woorden doneren of sponsoren grotendeels eenzelfde lading. Bij deze verschijningsvorm van crowdfunding ligt voornamelijk het altruïstische of filantropische gedachtegoed aan de basis van het financieringsmotief. Aldus richt de projecthouder via het crowdfundingplatform een verzoek tot donatie of sponsoring aan de crowd. Verbintenisrechtelijk ontstaat er tussen de projecthouder en de crowd een donatie- of sponsorovereenkomst waarbij het eenzijdig karakter van de prestaties er toe leiden dat de crowd geen enkel recht verkrijgt op een tegenprestatie of vergoeding vanwege de projecthouder. Het gedoneerde of gesponsorde crowdfundingkapitaal kan de projecthouder evenwel enkel aanwenden voor het project zoals bepaald in de donatie- of sponsorovereenkomst. Daarnaast ondersteunen funders in deze context voornamelijk allerlei sociale, culturele of liefdadigheidprojecten die steeds meer moeite hebben om via het traditionele financieringskanaal middelen te bekomen. Tenslotte komen er aan deze categorie van crowdfunding vrijwel geen formaliteiten aan te pas waardoor de funder zelf kan kiezen hoeveel hij bijdraagt.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.1.2 Crowdfunding door middel van een niet-financiële tegenprestatie

Crowdfunding door middel van een niet-financiële tegenprestatie is een tweede variant waarbij de funders voor hun inbreng een (bescheiden) materiële of immateriële en vaak symbolische beloning van niet-financiële aard krijgen als tegenprestatie of het recht om een welbepaald product in voorverkoop aan te kopen. Aldus primeert onder dit crowdfundingmodel nog steeds de filantropische of sociale motivatie. Het wezenlijk verschil met het donatie-gebaseerd crowdfundingmodel betreft het feit dat de crowd wel een tegenprestatie kan verwachten. Voorts kunnen we dit crowdfundingmodel volgens de literatuur subcategoriseren in koop-verkoop en beloningen.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.1.2.1 Koop-verkoop (pre-ordering or pre-purchase crowdfunding)

Een koop-verkoop binnen de context van crowdfunding dient men veelal te aanschouwen als de situatie waarbij een (startende) onderneming via een vorm van voorverkoop voldoende middelen wenst in te zamelen zodoende de initiële ontwikkelings- en productiekosten te kunnen financieren. De projecthouder lanceert via deze crowdfundingcampagne een nog te vervaardigen product, waarbij de opgehaald geldsom per funder in sterke mate overeenkomt met de waarde van het onderliggende product. Het grote voordeel zit hem dan ook in het feit dat de projecthouder extra werkingsmiddelen verkrijgt zonder beroep te moeten doen op vreemd vermogen of op de aanwending van eigen middelen. In sommige gevallen verkrijgt de funder ook inspraak in het te ontwikkelen product. Voorts sluit dit crowdfundingmodel het dichtste aan bij de klassieke koop-verkoop overeenkomst waarbij men de bepalingen zoals verduidelijkt onder artikelen 1582 BW e.v. in beschouwing dient te nemen.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.1.2.2 Beloningen (reward-based crowdfunding)

Binnen het geheel van crowdfunding neemt beloning-gebaseerde crowdfunding geen eenduidige invulling aan. Echter komt de filantropische gedachte in deze verschijningsvorm meer opdraven dan bij een voorverkoop. De funders willen met andere woorden een welbepaald project mee financieel ondersteunen en krijgen hier veelal als bedanking een beloning voor die intrinsiek niet de waarde van het geïnvesteerde bedrag compenseert. Gepaard aan deze zeer uiteenlopende invulling volgt een zeer uiteenlopend spectrum aan te

kwalificeren overeenkomsten tussen funder en projecthouder. In de rechtsliteratuur is onder het model van beloning-gebaseerde crowdfunding sprake van een koop-verkoop overeenkomst (product), een aannemingsovereenkomst (dienst) of een niet benoemde overeenkomst (een bepaald erkenning of ervaring).

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.2 Financiële crowdfunding

Waar niet-financiële crowdfunding veelal voortspuit vanuit een filantropisch gedachtengoed is de drijfveer van funders in het kader van financiële crowdfunding toch eerder van financiële aard. Bijgevolg verlangen de funders een directe of indirecte financiële tegenprestatie op hun oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag. Financiële crowdfunding kan dan ook opgedeeld worden in een debt- en equity-gebaseerde variant. De verbonden financiële tegenprestatie neemt enerzijds in het kader van een participatie in het kapitaal de vorm aan van een meerwaarde van de onderliggende effecten of dividenden. Anderzijds bij krediet-gebaseerde crowdfunding behelst deze tegenprestatie een loutere al dan niet periodieke interestvoet.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

2.2.1 Crowdlending

Bij krediet-gebaseerde crowdfunding of crowdlending wenst de projecthouder vreemd vermogen aan te trekken in de vorm van schuldfinanciering via leningen. Dit crowdfundingmodel biedt de projecthouder de mogelijkheid om bijkomende werkingsmiddelen aan te wenden zonder de eigen investering te zien verwateren.

Een eerste onderverdeling binnen krediet-gebaseerde crowdfunding kunnen we maken tussen peer-to-peer lending (P2P) en peer-to-business lending (P2B). Peer-to-business lending is wellicht de meest ingeburgerde vorm van crowdlending waarbij de financieringronde ten behoeve van een rechtspersoon wordt uitgevoerd. Dit in tegenstelling tot peer-to-peer lending waar slechts louter en alleen natuurlijke personen in de crowdfundingcampagne opduiken. Binnen het bestek van deze bachelorproef is het overduidelijk dat we binnen de verdere bespreking slechts de nadruk zullen leggen op het peer-to-business crowdfundingmodel.

Voorts belichaamt krediet-gebaseerde crowdfunding hoofdzakelijk de klassieke schuldfinanciering via leningen. Hierbij fungeert niet de bank maar een groot aantal funders ("the crowd") als financier die een welbepaald bedrag uitlenen aan de projecthouder in ruil voor de uiteindelijke terugbetaling van voorgenoemde geldsom, verhoogd met een vooraf overeengekomen interestvoet. Wat betreft de modaliteiten van deze lening worden deze grotendeels vrij bepaald door de projecthouder, al dan niet in overleg met het crowdfundingplatform of de individuele investeerder. Zo heeft men de mogelijkheid om zowel het kapitaal als interest op basis van annuïteiten terug te betalen of aan het einde van de looptijd. Echter kan de projecthouder er ook voor opteren deze lening af te sluiten onder de vorm van een uitgifte van schuldinstrumenten of obligaties. Hierbij gaat de onderneming van de projecthouder een collectieve lening aan die gestoeld is op de effecten die elk lid van de crowd aanhoudt. Deze werkwijze zorgt er enerzijds voor dat funders over gelijke rechten tot terug- en interestbetaling beschikken en anderzijds dat de onderliggende effecten eenvoudig overdraagbaar zijn, wat in het geval van een klassieke leningsovereenkomst niet kan.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.2.2 Equity crowdfunding

Een tweede vorm van financiële crowdfunding is conceptueel gebaseerd op een participatie via deelname in het kapitaal, ook wel aandelen-gebaseerde of equity crowdfunding genoemd. Initieel kan men dit crowdfundingmodel onderscheiden van crowdlending omwille van het feit dat de investeerder een project ondersteunt zonder dat hier de belofte tot terugbetaling van de oorspronkelijke bijdrage een essentieel element vormt in het investeringsmotief. In plaats van het verkrijgen van een recht op een al dan niet periodieke terugbetaling van het investeringsbedrag verkrijgt de funder eigendomsrechten in het project of onderneming.

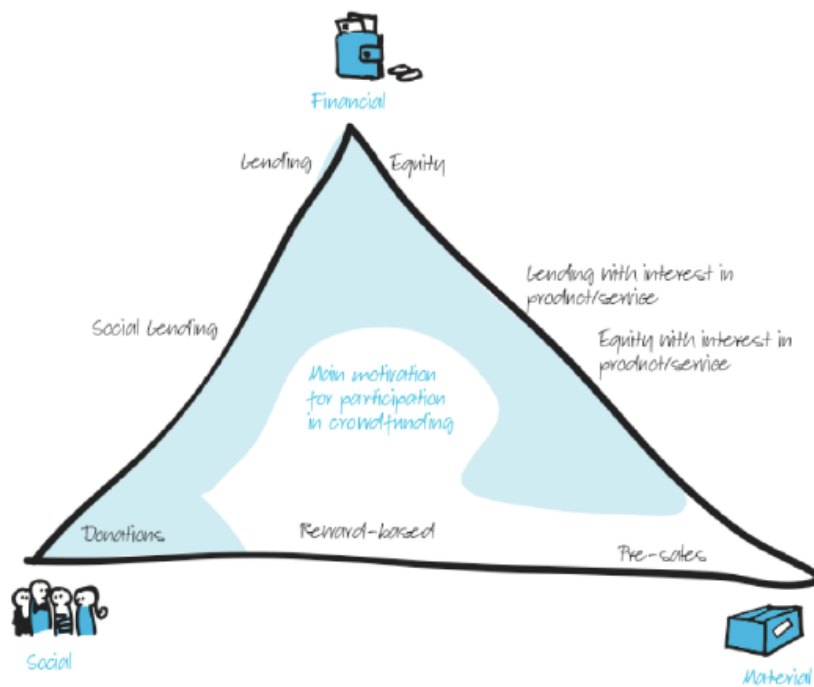
Wat betreft de tegenprestatie die de funder kan verwachten, bestaat dit hoofdzakelijk uit een direct en indirect rendement. Enerzijds realiseert men het direct rendement via een dividenduitkering en anderzijds kan men een indirect rendement realiseren op de waarde appreciatie van de onderliggende aandelen. Doordat het rendement van de investering afhangt van de succesvolle ontwikkeling van het project of onderneming, worden de funders blootgesteld aan het ondernemingsrisico. Er bestaat dus de kans dat funders geen rendement verkrijgen op hun investering of zelfs de volledige investering verliezen. Aldus bestaat er een

hogere betrokkenheid van de investeerder in het project of onderneming en is het financieringsmotief hier overduidelijk van financiële aard.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Vandezande & Van de Velde, 2017)

2.3 Overzicht

Onderstaande figuur geeft een overzicht omtrent hoe de verschillende crowdfundingmodellen zich verhouden tot elkaar.



Figuur 4 Overzicht crowdfundingmodellen (European Crowdfunding Network, 2012)

3 De betrokken partijen tijdens een crowdfundingcampagne

Een crowdfundingplatform wordt hoofdzakelijk gekenmerkt door 3 partijen die met elkaar tijdens een campagne interacteren. Enerzijds hebben we de projecthouders die de financieringsbehoefte van hun project wensen in te vullen via crowdfunding. Anderzijds zorgen de investeerders via hun bijdragen voor de al dan niet gehele financiering van het project. Verder vervult het crowdfundingplatform een niet onbelangrijke rol waarbij deze de twee voorgenoemde partijen met elkaar in contact brengt.

3.1 Projecthouders

Een projecthouder kan binnen een crowdfundingcampagne aanzien worden als de initiatiefnemende partij of promotor van een specifiek en welomschreven crowdfundingproject die fondsen wenst op te halen ter financiering van dit project. Zoals hierboven aangehaald vinden ondernemers steeds meer hun toevlucht naar alternatieve of complementaire financieringsbronnen door de problematiek die zij via eerder traditionele financieringskanalen ervaren.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Veelal zijn het startende ondernemingen of kmo's die beroep wensen te doen op crowdfunding. De reden waartoe een financieringsronde opgehaald wordt, kan afleidende uit recente projecten op Belgische crowdfundingplatformen heel divers zijn. De meest recurrente financieringsrondes via crowdfunding betreffen de invulling van (1) investeringen op korte termijn zoals bijvoorbeeld de behoefte in werkkapitaal en (2) investeringen op lange termijn in materiële vaste activa of groei en expansie. Ook kan het gebeuren dat bij een bedrijfsovername een financieringstranche wordt voorzien via crowdfunding. Als laatste kunnen we ook een duidelijke opmars terugvinden binnen het segment van vastgoedontwikkeling. Vastgoedpromotoren of projectontwikkelaars hebben als het ware hun weg gevonden naar crowdfunding als alternatieve vorm van projectfinanciering. Doordat vastgoedcrowdfunding binnen de scope van deze bachelorproef tot de hoofdzaak ligt, wordt er in het tweede deel hieromtrent verder ingegaan.

(Look&Fin, z.d.)

Naast een antwoord te bieden op de heersende financieringsproblematiek, kan crowdfunding ook gewoonweg bijdragen tot een gezonde financiële structuur binnen een onderneming of project. In de meeste projecten zal crowdfunding namelijk als een aanvullende financieringsbron gematched worden met traditionele financiering binnen de financieringsmix. Ook al vormt crowdlending de meest gegeerde vorm van crowdfunding bij projecthouders, alsnog zal deze financieringstranche ondergebracht worden onder het eigen vermogen als zogenaamde mezzaninefinanciering of “quasi-eigen vermogen”.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

Overigens kunnen de motieven om als onderneming – projecthouder aan crowdfunding te doen zeer uiteenlopend zijn. Het voornaamste motief is zeker en vast het kunnen invullen van de financieringsbehoefte. Afhankelijk van de financieringsbehoefte bestaat namelijk de mogelijkheid om via crowdfunding hier geheel in te kunnen voorzien. Echter zal zoals reeds aangehaald crowdfunding een complementaire financieringsbron vormen, waarmee men eventueel ook traditionele financiers kan overhalen om in te stappen in het project.

Daarnaast gaat de lancering van een financieringsronde via crowdfunding gepaard met een marketingcampagne. Hierbij kan de duurtijd van de financiering en het opgehaalde bedrag een indicator vormen van de belangstelling voor het project. Ook kan crowdfunding de mogelijkheid geven om een merkidentiteit uit te bouwen en aan klantenbinding te doen, aangezien investeerders ook later klanten kunnen worden. Hierbij werpen we reeds een blik op het tweede deel van deze bachelorproef. Wanneer een vastgoedpromotor één van zijn projecten naar voor schuift om een financieringsronde via crowdfunding op te halen, richt hij zich initieel reeds tot een investeerderspubliek. Dit investeerderspubliek kan een indirecte vastgoedinvestering via crowdfunding misschien wel smaken, maar kan evenwel ook interesse vertonen in een directe vastgoedinvestering. Afhankelijk van hoe de vastgoedpromotor zijn project in de kijker zet, kan het onderliggende product een interessante investering vormen waarbij we vooral een verhuurappartement of studentenflat indachtig nemen.

(Mohout et al., 2016)

Waar het bekende volksgezegd stelt dat ieder nadeel zijn voordeel heeft, geldt dit hier echter a contrario. Het eerste nadeel verbonden aan crowdfunding betreft dan ook het feit dat het op stapel brengen van dergelijke campagne tijdrovend is en veel inspanningen vereist,

vergelijkbaar met een kredietaanvraag bij een financiële instelling. Overigens dient ook de projecthouder rekening te houden met concurrerende projecten, waarbij vraag en aanbod bij eenzelfde investeerderspubliek in ogenschouw dient genomen te worden. Als laatste kan het veelal beperktere bedrag dat men zonder doorgedreven informatieverplichtingen via crowdfunding kan ophalen nog steeds als de grootste drempel aanschouwen om crowdfunding als volwaardig financieringsinstrument te aanzien.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

3.2 Investeerders

Waar projecthouders in het kader van crowdfunding zorgen voor het aanbod aan projecten, vormen de investeerders de vragende partij naar interessante projecten. De investeerder is namelijk de persoon die een bedrag naar keuze, rekening houdende met de minimum- en maximuminleg geformuleerd in de voorwaarden, zal toedragen ter financiering van het onderliggende specifiek en welomschreven crowdfundingproject. In ruil hiervoor kan de investeerder rekenen op een materiële, immateriële of financiële tegenprestatie.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Zoals reeds aangehaald kan het werkelijke investeringsmotief zeer uiteenlopend zijn, waarbij zowel een financieel, materieel of sociaal motief aan de basis kan liggen. Hierbij kunnen investeerders veelal vrij hun eigen inbreng zelf bepalen en laat crowdfunding toe een eigen risico-inschatting te maken. Ook kan het zijn dat investeerders in sommige gevallen nauw betrokken worden bij de ontwikkeling van een project. Investeerders krijgen dan ook de mogelijkheid om feedback te geven en kunnen op deze manier bijdragen aan een mogelijk succesverhaal.

Naast tal van voordelen, bestaat er door het online plaatsvinden van een crowdfundingcampagne nog steeds een risico van misleiding, fraude en misbruik van de gemaakte inbrengen. Bij de niet-financiële vormen van crowdfunding beperkt dit risico van misbruik zich louter tot de inbrengen van investeerders die verloren gaan en/of niet gebruikt worden voor het beoogde doel. Verder doen in het kader van financiële crowdfunding zich andere risico's voor aangezien de kans op wanbetaling van de bedongen rente of de niet terugbetaling van het geïnvesteerde bedrag steeds reëel is. Anders dienen de praktijken van

misleiding, fraude of misbruik van fondsen binnen het kader van financiële crowdfunding sterk genuanceerd te worden, gelet op het feit dat het begeleidende crowdfundingplatform steeds een voorafgaande due diligence doet vooraleer het project aangeboden wordt aan investeerders.

(Vandezande & Van de Velde, 2017)

3.3 Crowdfundingplatform

Waar men aan beide uitersten enerzijds de projecthouders hebben en anderzijds de investeerders, vormt het crowdfundingplatform de entiteit met een intermediaire functie dat zorgt voor de bekendmaking van het project, verstrekking van additionele informatie en voor de praktische organisatie van de intekening op het project.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Veelal kunnen we de crowdfundingplatformen onderverdelen in de vorm van financiering die ze aanbieden. Zo bestaan er crowdfundingplatformen die enkel financiële vormen van crowdfunding aanbieden, waarnaast er ook crowdfundingplatformen bestaan die louter niet-financiële vormen aanbieden. Uiteraard bestaan er ook crowdfundingplatformen die beide aanbieden.

Een belangrijk gevolg van het aanbieden van financiële crowdfunding is dat men dient te beschikken over een vergunning als aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten zoals bepaald onder de Wet van 18 december 2016. Bijgevolg staan deze alternatieve financieringsplatformen onder het toezicht van de FSMA. Van deze alternatieve financieringsplatformen wordt een lijst bijgehouden op de website van de FSMA. Anno 1 februari 2021 beschikken crowdfundingplatformen Lita.co, Beebonds, Ecco Nova, Lookandfin, Participate, Spreds en WinWinner Crowd over een vergunning als alternatief financieringsplatform naar Belgisch recht. Ook buitenlands crowdfundingplatform Raizer beschikt over een vergunning als alternatief financieringsplatform dat ressorteert onder het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte.

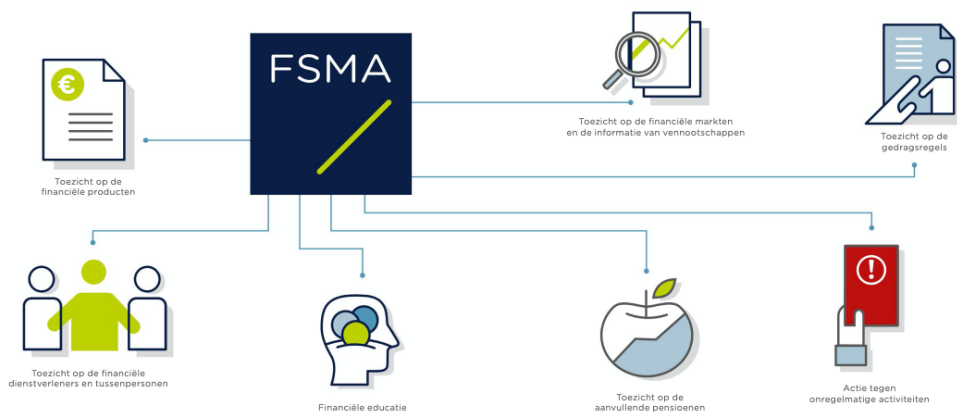
(FSMA, 2021)

Naast de crowdfundingplatformen die beschikken over een vergunning als alternatieve-financieringsplatform, werd onder de Wet van 18 december 2016 ook bepaald dat gereguleerde ondernemingen naar Belgisch recht die het voornemen hebben meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten, de activiteiten van een crowdfundingplatform mogen uitoefenen. Als enig voorbeeld kunnen we KBC bank aanhalen met als platform Bolero crowdfunding. KBC bank valt hierbij onder het statuut van kredietinstelling zoals bedoeld in artikel 1, §3 van de Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen.

(FSMA, 2021b)

3.4 FSMA

Binnen het breder gebeuren van crowdfunding is er ook een rol weggelegd voor de Belgische markten autoriteit FSMA, namelijk deze als toezichtshouder. De FSMA werd op 1 april 2011 opgericht met het statuut van autonome openbare instelling. Dit houdt in dat zij is opgericht bij wet en men enkel de opdrachten van algemeen belang die door de wetgever haar zijn toegewezen onafhankelijk kan uitvoeren. Concreet geeft onderstaande figuur een duidelijk overzicht van de domeinen waarin de FSMA haar werking vindt.



Figuur 5 Bevoegdheden FSMA (FSMA, z.d.)

Overigens werd met de invoering van het statuut van alternatieve-financieringsplatform onder de Wet van 18 december 2016 de rol van de FSMA inzake crowdfunding duidelijk omkaderd. Vooreerst staat de FSMA in voor het vergunnen van deze crowdfundingplatformen waarbij wordt nagegaan of deze ondernemingen voldoen aan de voorwaarden gesteld door voorgenoemde wet. Verder neemt de FSMA ook de rol aan van toezichtshouder waarbij stelselmatig wordt gecontroleerd of deze crowdfundingplatformen nog voldoen aan de

zogenaamde bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. Als laatste kan het voorvallen dat gepaard aan de crowdfundingcampagne een prospectus dient opgesteld te worden. De FSMA heeft hierbij dan de taak om deze prospectus voorafgaandelijk te controleren en goed te keuren.

(FSMA, z.d.)

3.5 Verbintenisrechtelijke kwalificatie

3.5.1 Relatie onderneming – investeerder

Rekening houdende met het principe van crowdfunding zal de projecthouder, vooraleer er nog maar sprake is van enige contractuele relatie tussen onderneming en investeerder, een aanbod formuleren met betrekking tot het vooropgestelde project. Verbintenisrechtelijk leidt dit aanbod tot het ontstaan van een toetredingscontract. Inherent aan een toetredingscontract is de uiterst beperkte onderhandelingsmarge omtrent de inhoud van het contract ten aanzien van de toetredende partij, in casu de investeerder. Naast een vast stramien van inhoudelijke bepalingen, kan aan de investeerder wel keuzemogelijkheden tussen bepaalde opties worden toegekend. Deze opties kunnen dan bijvoorbeeld kaderen binnen het bedrag waarvoor de investeerder intekent of de onderliggende instrumenten waarop een investeerder wenst in te schrijven.

Voorts behoort het opnemen van ofwel een opschortende voorwaarde, dan wel een ontbindende voorwaarde, binnen het wezen van toetredingscontracten tot de gangbare praktijk. Een voorwaarde vormt immers contractueel een uiterst geschikt mechanisme om onzekerheden binnen het rechtsverkeer te ondervangen. Gelet op het onzekere karakter of een crowdfundingcampagne al dan niet een te behalen financieringsdrempel zal bereiken, om het onderliggende project als levensvatbaar te kunnen beschouwen, zal men in het aanbod een opschortende voorwaarden clausuleren die stelt dat de campagne slechts succesvol is wanneer deze financieringsdrempel werd behaald. Zo niet, verkrijgt de projecthouder geen financiering en worden de reeds gestorte gelden van investeerders teruggegeven.

Om toch al een correlatie tussen de verbintenisrechtelijke bepaling van het aanbod en het verdere financieelrechtelijke kader omtrent crowdfunding aan te tonen, breidt de projecthouder best voorgenoemde opschortende voorwaarde in het aanbod uit met de bepaling dat de opgehaalde fondsen slechts uitsluitend voor twee doeleinde aangewend kunnen worden: (1)

de financiering van het project zelf en, (2) in het geval de vooropgestelde financieringsdrempel niet gehaald wordt, de terugbetaling van de gelden aan de investeerders. Hiermee wordt vermeden dat de opgehaalde gelden een herkwalificatie ondergaan als “terugbetaalbare gelden” in de zin van artikel 28 van de Prospectuswet. Er is immers een voorbehoud geformuleerd in dit artikel aangaande het in ontvangst mogen nemen van terugbetaalbare gelden van het publiek ten aanzien van welbepaalde partijen.

Bovendien is het ook denkbaar dat de overeenkomst die tot stand zal komen een beding bevat dat de projecthouder niet op geheel autonome wijze over de opgehaalde fondsen mag beschikken en dat de fondsen integendeel uitsluitend mogen aangewend worden voor het vooropgesteld project.

Nu we reeds enkele belangrijke verbintenisrechtelijke bepalingen in het kader van financiële crowdfunding hebben aangehaald, kunnen we de overeenkomst zelf die tot stand komt kwalificeren naargelang de crowdfundingtechniek als (1) een kredietovereenkomst in het geval van crowdlending en (2) in het kader van equity crowdfunding ofwel een overeenkomst tot overdracht van aandelen bij een bestaande vennootschap, dan wel een overeenkomst tot inbreng wanneer een kapitaalsverhoging plaatsvindt of in het kader van de oprichting van een vennootschap.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

3.5.2 Relatie onderneming – crowdfundingplatform

Wanneer een onderneming tijdens een crowdfundingcampagne wenst beroep te doen op de diensten van een crowdfundingplatform zal er tussen de projecthouder en het platform ook een contractuele relatie ontstaan. Vooreerst speelt hier vanzelfsprekend het principe van de wilsautonomie waarbij partijen een grote vrijheid hebben omtrent de inhoudelijke bepalingen van hun overeenkomst.

Binnen het wezen van crowdfunding komt tussen onderneming en crowdfundingplatform in de regel een onbenoemde (samenwerkings)overeenkomst sui generis tot stand. Het crowdfundingplatform zal er zich immers toe verbinden diverse dienstverleningen te verstrekken zoals onder andere het faciliteren van de vruchtbaarheid van het project, het documenteren van de contractuele relatie, het kenbaar maken van het project, het aanbieden

van modelteksten die de onderneming kan hanteren om aan haar overeenkomsten met de investeerders gestalte te geven, het zoeken van investeerders,

Net omwille van het diverse karakter van het dienstenpakket kan de overeenkomst tussen onderneming en platform ook gebeurlijk kenmerken van een makelaarsovereenkomst of lastgevingscontract vertonen.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

3.5.3 Relatie investeerder – crowdfundingplatform

Een derde denkbare contractuele relatie in het kader van crowdfunding, komt tot stand tussen de afzonderlijke investeerders en het crowdfundingplatform. Vooreerst kunnen we stellen dat deze contractuele relatie in se niet wordt beheld door een uitgebreid forum aan verbintenissen ten aanzien van beide partijen. Echter dient de investeerder veelal, teneinde toegang te kunnen krijgen tot de op het platform aangeboden projecten, eerst akkoord te gaan met de algemene voorwaarden gesteld door het platform.

De uit de akkoordverklaring resulterende geëigende overeenkomst regelen onder meer de gebruiksfaciliteiten van het platform. Ook is het denkbaar dat in deze overeenkomst exoneratiebedingen voorkomen die het crowdfundingplatform vrijwaren van enige aansprakelijkheid voor de aangeboden projecten en hun inhoud.

Ook in deze contractuele relatie komt het principe van de wilsautonomie opdraven waardoor partijen kunnen overeenkomen wat ze willen. Gelet op de algemene voorwaarden die normalerwijs eenzijdig zijn opgesteld door het crowdfundingplatform, en investeerders deze in de regel ofwel aanvaarden of niet aanvaarden, vertoont deze contractuele relatie ook kenmerken van een toetredingscontract wat indruist tegen voorgenoemd principe. Echter zal het crowdfundingplatform meestal zelf de inhoud van de overeenkomst vastleggen zonder dat investeerders enige onderhandelingsmarge wordt gegund.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

4 Het proces achter een crowdfundingcampagne

“Elke crowdfundingcampagne heeft een doel. Het doel is niet om een bepaald bedrag op te halen, dat is slechts een middel om het echte doel te bereiken. Het echte doel is een nieuw product op de markt zetten of de maatschappij een tikkeltje beter te maken.”

O. Mohout, B. Vanhaeren en Ellen Lemaire

Indien we kijken naar het proces van een crowdfundingcampagne, kunnen we in zijn globaliteit drie fasen onderscheiden namelijk de pre-financieringsfase, de financieringsfase en de post-financieringsfase. Onderstaand zullen we dan ook dieper ingaan op deze verschillende fasen waarbij we er weliswaar van uitgaan dat een crowdfundingplatform wordt gebruikt als intermediair.

4.1 Pre-financieringsfase

De pre-financieringsfase van iedere crowdfundingcampagne zal hoofdzakelijk ingeleid worden door een projectvoorstel op te stellen en in te dienen bij een crowdfundingplatform. De beheerders van dit crowdfundingplatform zullen dit voorstel onderwerpen aan een screening of due diligence onderzoek waarbij voornamelijk de haalbaarheid van het project onderzocht wordt. Bij deze screening kan het project ofwel worden verworpen, dan wel aangenomen worden. Wanneer het voorstel wordt goedgekeurd, kan men overgaan tot het plaatsen van het project op het crowdfundingplatform. Aan deze plaatsing zal veelal een zogenaamde “pitch” gepaard gaan waarbij het doel is potentiële investeerders te overtuigen om te investeren in het project. Hierbij geeft deze pitch een samenvatting van het project, waarvoor de fondsen gebruikt zullen worden en de reden waartoe het project zou moeten uitgevoerd worden. Vooraleer investeerders werkelijk kunnen inschrijven op het project, zal het project gedurende enkele dagen zichtbaar gemaakt worden op het crowdfundingplatform. Hierdoor kunnen investeerders ertoe besluiten om al dan niet te investeren in het project. Belangrijk om reeds te vermelden is dat binnen het kader van financiële crowdfunding er mogelijks de procedure tot het opstellen van een voorafgaandelijk goedgekeurde prospectus of informatienota dient gevolgd te worden.

(Mohout et al., 2016)

4.2 Financieringsfase

Nadat het project gedurende een aantal dagen werd gepresenteerd aan het publiek, kan er overgegaan worden tot het ophalen van de beoogde financiering. De crowdfundingcampagne zal namelijk gedurende een welbepaalde tijdsperiode worden opengesteld aan investeerders die kunnen inschrijven op het project. Afhankelijk van de werking van het crowdfundingplatform, wordt er bepaald wat er dient te gebeuren wanneer deze looptijd is verstreken. Hierbij kunnen we hoofdzakelijk twee soorten crowdfundingplatformen onderscheiden namelijk (1) de platformen die investeerders toelaten blijven te investeren tot wanneer de looptijd verstreken is en (2) crowdfundingplatformen die de financieringsronde afsluiten wanneer het doelbedrag is bereikt, ook al is de looptijd nog niet afgelopen. De looptijd van een crowdfundingcampagne kan zich in de praktijk uitstrekken van enkele seconden tot enkele dagen en weken.

(Mohout et al., 2016)

4.3 Post-financieringsfase

De post-financieringsfase kan aanschouwd worden als de periode nadat de crowdfundingcampagne is afgelopen. De reden voor het afsluiten van de crowdfundingcampagne kan ofwel zijn omdat het beoogde doelbedrag werd opgehaald, dan wel dat de looptijd van de campagne louter is verstreken. Verder zijn er dan ook twee mogelijkheden namelijk (1) het doelbedrag werd opgehaald of (2) het doelbedrag werd niet opgehaald.

Wanneer het doelbedrag niet werd opgehaald binnen de gestelde termijn, zal de crowdfundingcampagne worden afgesloten en de reeds geïnvesteerde bedragen teruggestort worden aan de investeerders. Deze situatie zal zich dan ook voordoen bij crowdfundingplatformen die het “all-or-nothing” model hanteren waarbij het project niet de nodige fondsen zal verkrijgen wanneer het doelbedrag niet werd opgehaald. Anders bestaan er ook crowdfundingplatformen die het “keep-it-all” model gebruiken waarbij projecthouders toch de fondsen zullen verkrijgen ook al werd het beoogde doelbedrag niet opgehaald.

Indien het doelbedrag wel werd behaald, zal het project kunnen beschikken over de fondsen en zullen deze worden overgemaakt aan de projecthouder. Vervolgens kan de projecthouder

deze fondsen aanwenden voor het project zoals voorgesteld tijdens de crowdfundingcampagne.

Weliswaar zal de projecthouder tijdens deze fase zijn beloofde tegenprestatie dienen tegemoet te komen. Deze tegenprestatie staat natuurlijk in het teken van het aangewende crowdfundingmodel. Ook is het niet ondenkbaar dat projecthouders en investeerders gedurende de post-financieringsfase in contact blijven met elkaar via een gesloten internetomgeving.

(Mohout et al., 2016)

5 Evolutie van financiële crowdfunding in België

Nu we reeds in grote lijnen een beeld hebben verkregen van wat crowdfunding nu juist inhoudt, is het wellicht onontbeerlijk om binnen het bestek van deze bachelorproef een analyse mee te geven van de Belgische financiële crowdfundingmarkt. Aangezien financiële crowdfunding tot de basis van deze bachelorthesis ligt, zullen we ons bij deze analyse baseren op de studie *“Equity en debt-based crowdfunding in Belgium: developments over 2012-2017 period”* uitgevoerd in 2018 door de FSMA en een recentere studie, ook uitgevoerd door de FSMA, die de ontwikkeling van crowdfunding nagaat over de periode juli 2018 tot juni 2020.

Vooraleer dieper in te gaan op het onderzoek wensen we enkele belangrijke nuanceringspunten mee te geven. Ten eerste beoogden beiden studies een onderzoek naar de financiële varianten van crowdfunding met name debt en equity crowdfunding.

Ten tweede behelzen de uitvoeringswijzen van beide studies een andere onderliggende aanpak. Tijdens de eerste studie werd ten behoeve van de dataverzameling enquêtes gehouden bij 5 van de toen 8 erkende crowdfundingplatformen door de FSMA. De responderende platformen betroffen Lita.co, Ecco Nova, Look&Fin, Spreds en Bolero Crowdfunding. De hoofdzakelijke reden waarom 3 crowdfundingplatformen (Participate, Raizers en Lendahand) niet betrokken werden was omwille van het feit dat Raizers en Lendahand geen aanbieding hadden die van toepassing waren op de Belgische markt en Participate alle vormen van crowdfunding aanbiedt en slechts zijn werking heeft in de stad Mechelen. Een andere aanpak werd gehanteerd bij de tweede studie. Hierbij maakte de FSMA gebruik van text mining en web scraping zodoende informatie te halen uit de neergelegde informatienota's en websites van de betrokken crowdfundingplatformen.

(FSMA, 2018) (FSMA, 2020)

Verder hanteren we in volgende paragrafen duidelijk een onderscheid tussen de twee studies. Eerst volgt een analyse van de eerste studie waarna de tweede studie.

5.1.1 Financiële crowdfunding 2012-2017

Tijdens de eerste enquête uitgevoerd in 2018 werden de crowdfundingplatformen gevraagd om drie verschillende categorieën van vragen te beantwoorden omtrent de gevoerde

crowdfundingcampagnes gedurende 1 januari 2012 tot 31 december 2017. Een eerste categorie van vragen betrof algemene informatie over het platform zelf. Zo werd het crowdfundingplatform bevestigd omtrent het aantal projecten die al dan niet werden geselecteerd om tot een werkelijk crowdfundingcampagne over te gaan. Verder behelsde de tweede categorie van vragen, informatie omtrent het investeerdersprofiel. Een laatste categorie van vragen omvatte een informatievraag naar de projecten zelf.

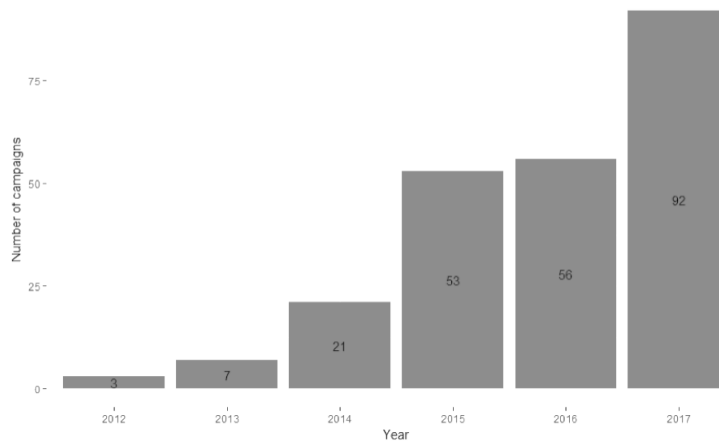
Wat betreft het investeerdersprofiel dienen we vooreerst een onderscheid te maken tussen “geabonneerde” personen en werkelijke investeerders. Geabonneerde personen dienen binnen deze context aanschouwd te worden als individuen die een account hebben aangemaakt op een platform in kwestie. Zo bedroeg het gecumuleerde aantal geabonneerde personen op de verschillende crowdfundingplatformen 67 493 personen. Het werkelijk aantal investeerders bedroeg slechts 6 796 personen. Ook kon blijken dat 80% van de werkelijke investeerders mannen waren en het aantal vrouwen sterk verschilde – 8% tot 86% van het aantal investeerders – van platform tot platform. Een laatste merkwaardigheid betrof het feit dat het merendeel van de investeerder 55-plussers waren. Slechts een minderheid van 5% waren investeerders jonger dan 25 jaar. Aldus prevaleert zelfs inzake crowdfunding de financiële capaciteit van de investeerder op de digitale kloof.

Voorts vormt de inzage van het crowdfundingplatform een belangrijk element in het aantal werkelijk uitgevoerde crowdfundingcampagnes. Bij iedere aanvraag tot publicatie op het platform dient deze aan de hand van ingediende informatie te beslissen of een project al dan niet zal uitdraaien tot een crowdfundingcampagne. Zo werden uit de 17 389 aanvragen die de 5 bevestigde crowdfundingplatformen ontvingen slechts 273 projecten uitgekozen om werkelijk gepubliceerd te worden op het platform. Dit gegeven resulteert in een go/no-go rate van 1,6% wat duidt op een streng selectieproces van het aantal gepubliceerde projecten.

Een ander belangrijk onderscheid dat gemaakt dient te worden is tussen het aantal al dan niet succesvolle crowdfundingcampagnes. Zo waren 41 van 273 projecten niet succesvol in die zin dat de minimum financieringsdrempel niet werd gehaald. 38 van deze 41 niet succesvolle projecten behoorde tot het equity crowdfundingmodel en slechts 3 tot het debt model. Een verklaring voor dit hoger aantal niet succesvolle equity crowdfundingcampagnes betreft het feit dat de meeste equity projecten door startende bedrijven werden geïnitieerd die veelal worden gepercipieerd als risicovoller.

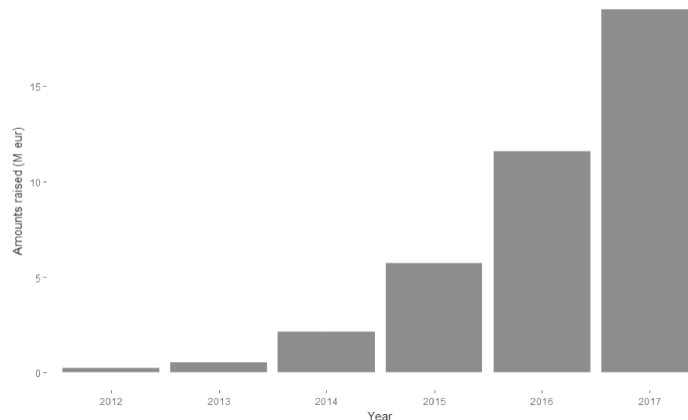
Voor onze verder analyse zullen we ons dan ook baseren op de 232 crowdfundingcampagnes die wel een succesvolle realisatie kenden. Deze 232 campagnes werden gelanceerd door 194 verschillende ondernemingen wat ons inzage geeft in het feit dat ondernemingen meerdere succesvolle campagnes op poten zetten.

Aantal succesvolle projecten - Zoals op onderstaande figuur 6 te bezichtigen valt, kende het aantal succesvolle projecten een sterke groei op jaarbasis. Waar in 2012 slechts 3 succesvolle crowdfundingcampagnes werden gerealiseerd, evolueerde dit tot 92 succesvolle campagnes in 2017. Buiten een lichte stagnatie tussen 2015 en 2016 is er dus een algemene stijgende trend waar te nemen.



Figuur 6 Aantal succesvolle projecten tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018)

Investeringsvolume – Sinds de lancering van de eerste crowdfundingcampagnes in 2012 werd er tot 31 december 2017 een totaalbedrag opgehaald via financiële crowdfunding van 40 025 000 euro. Onderstaande figuur toont dan ook aan dat over een periode van 6 volle jaren het investeringsvolume verdubbelde en soms meer dan dat. Een merkwaardigheid betreft het feit dat bijna de helft - 19 573 102 euro of 48,3% - van het totale investeringsvolume in 2017 werd opgehaald. Waar men alleszins kan poneren dat de stijging in 2017 in lijn ligt met de voorgaande jaren, zou het in werking treden van de Crowdfundingwet op 1 februari 2017 wel een invloed kunnen gehad hebben op het hogere volume. Het wegwerken van rechtsonzekerheid door de invoering van een wetskader heeft immers in het verleden al meermaals gezorgd voor een positief effect op de marktwerking.



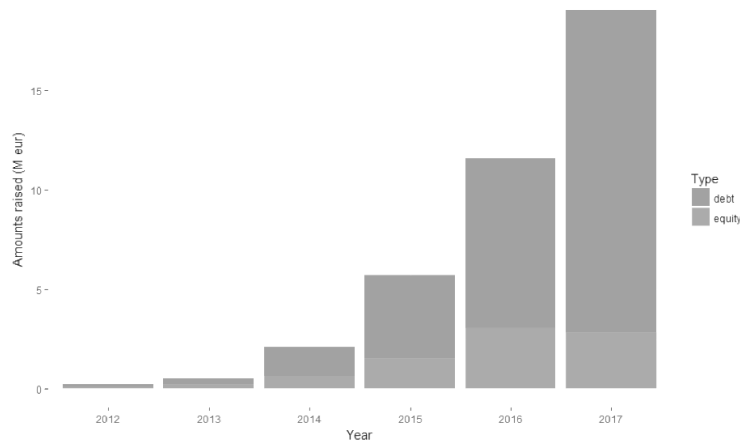
Figuur 7 Investeringsvolume tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018)

Waar de markt van financiële crowdfunding hoge groeicijfers kan aantonen is het toch belangrijk om *financiële crowdfunding as such* in perspectief te plaatsen tot andere geldelijke volumes. Zo bedroeg de hoeveelheid spaargelden in 2017 250 miljard euro op Belgische rekeningen en leenden financiële instelling in 2017 131 miljard euro uit aan ondernemingen. In vergelijking tot het opgehaalde bedrag van 19 573 102 euro aan financiële crowdfunding in 2017, kunnen we concluderen dat crowdfunding nog in zijn kinderschoenen staat.

Een laatste belangrijk element dat we onder het investeringsvolume wensen aan te halen is het gemiddelde bedrag dat werd opgehaald. Over de periode 2012 tot 2017 betrof het gemiddeld opgehaald bedrag per crowdfundingcampagne 172 522 euro waarbij het minimumbedrag 2 600 euro en het maximumbedrag 1 750 000 euro bedroeg. Een merkwaardigheid is wel dat de mediaan aan opgehaald gelden per campagne slechts 99 999 euro bedroeg. Een belangrijke kanttekening die men hierbij dient te maken is het feit dat in de toen vigerende prospectuswetgeving 100 000 euro het drempelbedrag was waarbij men al dan niet verplicht werd tot het uitgeven van een prospectus. Op te halen bedragen onder deze drempelwaarde vereisten niet de opstelling van een prospectus.

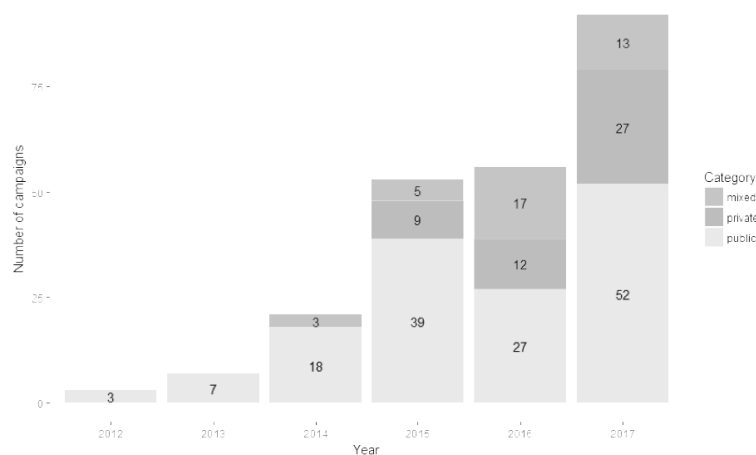
Aantal en volume in debt en equity crowdfundingcampagnes – Binnen het wezen van financiële crowdfunding is naast het hebben van een overzicht in het investeringsvolume, een analyse van de debt en equity crowdfundingmarkt onontbeerlijk. Wanneer we een onderscheid dienen te maken tussen de debt en equity crowdfundingmarkt kan men concluderen dat van de 232 campagnes, 148 debt en 84 equity campagnes waren. Hieruit resulteert het gegeven dat deze projecten met 31 549 484 euro aan debt instrumenten en 8 475 515 euro aan equity instrumenten gefinancierd werden. Ook blijkt uit de enquête uitgevoerd door de FSMA dat

het gemiddeld opgehaald bedrag in een debt campagne (213 172 euro) hoger was dan bij een equity campagne (100 899 euro). Een mogelijke verklaring betreft weer dat veelal startende onderneming beroep doen op equity crowdfunding. Weliswaar zijn de benodigde bedragen in een start-up fase meestal lager.



Figuur 8 Investeringsvolume equity vs debt crowdfunding (FSMA, 2018)

Publieke, private of gemengde campagnes – Zoals aangehaald heeft de projecthouder de mogelijkheid om zijn crowdfundingcampagne te voeren via publieke, private of gemengde weg. Binnen de 232 succesvolle crowdfundingcampagnes waren 146 van publieke, 48 van private en 38 van gemengde aard. Zoals mag blijken uit figuur 9 groeide het aantal private en gemengde campagnes naarmate het aantal crowdfundingcampagnes steeg. Echter blijft het overgrote deel van het aantal campagnes nog steeds van publieke aard. Bovendien kunnen we nog aanhalen dat publieke campagnes (17 226 209 euro) qua investeringsvolume nog steeds het voortouw nemen in vergelijking tot private (8 386 742 euro) en gemengde (14 412 000 euro) campagnes.



Figuur 9 Aantal succesvolle publieke, private en gemengde crowdfundingcampagnes (FSMA, 2018)

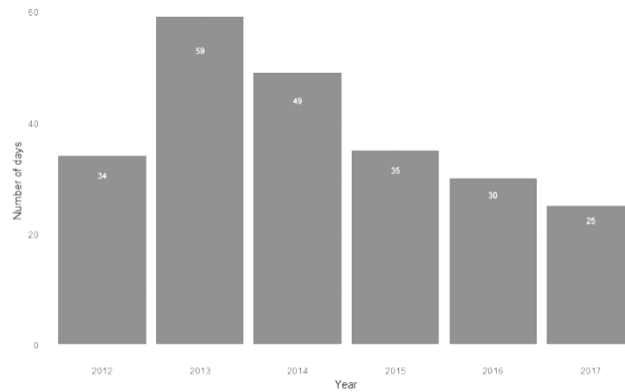
Equity crowdfunding – Wat betreft equity crowdfunding kunnen we vooreerst stellen dat dit voor investeerders een riskante belegging uitmaakt. Deze stelling is gebaseerd op het feit dat 7 ondernemingen – verantwoordelijk voor 8 van de 84 equity crowdfundingcampagnes – failliet waren gegaan of een faillissementsaanvraag hadden gedaan. De failliete of in een faillissementsprocedure verstikte ondernemingen vertegenwoordigden een totaal bedrag van 691 300 euro of 8,16% van het totaal opgehaalde bedrag aan equity crowdfunding over de periode 2012 tot 2017.

Debt crowdfunding – In vergelijking tot equity crowdfunding waren er 5 crowdlending campagnes waarvan de onderneming de terugbetaling van de schuld niet konden uitvoeren. Deze 5 crowdlending campagnes vertegenwoordigden in de periode 2012 tot 2017 een bedrag van 551 600 euro of 1,75% van het totaal bedrag aan opgehaalde schuldinstrumenten. Echter waren deze bedrijven die niet konden voldoen aan de terugbetaling relatief jonge bedrijven.

Voorts kon ook blijken dat er hoofdzakelijk 3 soorten leningen het voortouw namen in de crowdlending campagnes gevoerd tussen 2012 en 2017. 90% van het aantal leningen waren gewone leningen op afbetaling, 6% betroffen bulletkredieten en slechts respectievelijke 1,6% en 2,4% converteerbare leningen en andere leningen. Achtereenvolgend nam de gemiddelde duurtijd en rentevoet een periode aan van 47,59 maanden of net geen 4 jaar en een percentage van 7,42%.

Tenslotte kunnen we stellen dat de gemiddelde duurtijd waarin een crowdfundingcampagne zijn financieringsdrempel behaalde over de periode 2012 tot 2017 daalde. Deze crowdfundingcampagnes die in deze periode hebben plaatsgevonden hadden een gemiddelde financieringsperiode van 1 maand niettegenstaande het feit dat menig aantal campagnes gefinancierd geraken in enkele minuten tot zelfs seconden. Ook kan blijken dat equity campagnes gemiddeld meer dagen nodig hadden dan debt campagnes en bedroeg de gemiddelde bijdrage per investeerder in een equity campagne 2 388 euro en in een debt campagne 4 136 euro.

(FSMA, 2018)



Figuur 10 Gemiddelde tijdsperiode nodig om het doelbedrag te bereiken tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018)

5.1.2 Financiële crowdfunding 2018-2020

Zoals aangegeven heeft deze tweede studie van 26 augustus 2020 uitgevoerd door de FSMA tot doel een update te geven op de studie van 2018. De studie van 2020 is gebaseerd op een analyse van 234 gepubliceerde informatienota's van campagnes die plaatsvonden tussen 26 juli 2018 en 30 juni 2020. Naast de informatieverzameling via text mining in de informatienota's werd er ook gebruik gemaakt van web scraping op de crowdfundingplatformen. Tijdens deze studie werden 8 van de 11 crowdfundingplatformen (Beebonds, Bolero Crowdfunding, Crowdcube Capital Ltd, Ecco Nova, Lita.co, Look&Fin, Spreds en WinWinner) die onder toezicht van de FSMA vallen onder de loep genomen. Belangrijk om mee te geven is dat deze studie slechts een beperkter beeld geeft van de totale markt voor crowdfunding dan de vorige.

Hoewel de beperktere omvang van deze studie kunnen we algemeen stellen dat crowdfunding zowel in termen van aantal campagnes als in termen van investeringsvolume bleef stijgen. In de tweede jaarhelft van 2018 werden 69, in 2019 142 en in de eerste jaarhelft van 2020 23 informatienota's ingediend bij de FSMA. In 2020 kan men in de eerste jaarhelft wel een daling van het aantal aanbiedingen (20) waarnemen in vergelijking tot 44 in 2019. Een mogelijke oorzaak zou hier het ontstaan van de corona pandemie zijn, maar volgens de FSMA is het nog te vroeg om hierover uitspraken te doen.

Gedurende de periode 2018 tot 2020 heeft de FSMA van 234 crowdfundingcampagnes slechts 145 campagnes kunnen natrekken wat het effectief opgehaalde bedrag was. Zo waren er 140 campagnes die het drempelbedrag behaalden voor een totaal bedrag van 69,24 miljoen euro. In vergelijking met 2012 tot 2017 bedroeg dit bedrag louter 40,02 miljoen euro.

(FSMA, 2020)

6 Vigerend Belgisch reglementair kader inzake financiële crowdfunding

Hoewel financiële crowdfunding anno 2021 binnen het ondernemingslandschap steeds meer aan belang wint als alternatieve financieringstechniek, bestaat er huidig nog steeds een complex kluwen aan financieelrechtelijke kaders die mogelijks van toepassing verklaard kunnen worden op een crowdfundingoperatie. Dit heeft aldus tot gevolg dat het actueel kluwen ervoor zorgt dat al wie een financieringsronde via crowdfunding wenst te houden steeds moet nagaan welke regels al dan niet van toepassing zijn.

Reeds in het zog van de financiële crisis van 2008 stelde de FSMA vast dat alternatieve financieringstechnieken zoals crowdfunding naar de toekomst mogelijks een rol van volwaardig financieringsinstrument zouden aannemen. Om de hieruit vloeiende rechtsonzekerheid gedeeltelijk uit het rechtsverkeer te halen publiceerde de FSMA opeenvolgend in 2012 en 2014 meerdere communiqués waarin ze de aandacht vestigde op wat crowdfunding nu precies inhoudt, welke de inherente risico's zijn en niet onbelangrijk vestigde de FSMA de aandacht op de verschillende financiële regelgevingen die mogelijks van toepassing zijn op financiële crowdfunding. Het is nu eenmaal de financiële variant van crowdfunding waarop de FSMA een toezichhoudende rol heeft.

Daar waar de FSMA voorgenoemde publicaties niet meer beschikbaar stelt, vallen we terug omtrent de bespreking van het Belgisch reglementair kader inzake crowdfunding op de rechtsliteratuur die uitgebreid notie heeft gemaakt van de in deze communiqués mogelijks toepasbaar verklaarde financiële regelgeving inzake financiële crowdfunding. Vervolgens interfereren dan ook gebeurlijk volgende financiële regelgevingen tijdens een crowdfundingoperatie:

- De Wet van 18 juli 2018 betreffende de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (hierna "Prospectuswet").
- De Wet van 25 oktober 2016 aangaande de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (hierna "Beleggingsdienstenwet").
- De Wet van 3 augustus 2012 betreffende de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG en de instellingen voor belegging in schuldvorderingen (hierna "ICB-wet").

- De Wet van 11 maart 2018 betreffende het statuut van en het toezicht op de betalingsinstellingen en de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdienstaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld, en de toegang tot betalingssystemen (hierna “PSD2-wet).

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

Vooraleer we overgaan tot de werkelijke bespreking van voorgenoemde wetgevingen dienen we binnen ons crowdfundingverhaal toch een sterke nuancering te maken. Van de vijf te bespreken wetskaders zal slechts de Prospectuswet een directe uitwerking hebben op de projecthouder tijdens een crowdfundingcampagne.

Hierdoor hanteren we binnen deze bachelorproef in wat volgt een duidelijk onderscheid tussen de financieelrechtelijke wetskaders die enerzijds van toepassing zijn op de projecthouders en anderzijds deze van toepassing op crowdfundingplatformen.

Wanneer er zich namelijk een uitgifte van beleggingsinstrumenten manifesteert, kan het in welbepaalde gevallen voorvallen dat de projecthouder gehouden is tot de opstelling en uitgifte van een informatiedocument. De andere wetgevingen hebben dan ook louter toepassing op het desbetreffende crowdfundingplatform waarbij de projecthouder hieromtrent verder geen rekening dient te houden.

Aangezien de FSMA in haar communiqués betreffende de relevante wetgevingen vooral wees op het mogelijke toepasbare karakter van deze wetkaders, zullen we in wat volgt dan ook het principe hanteren waarbij wanneer de relevantie van de desbetreffende wet inzake financiële crowdfunding zich strekt tot een louter beperkte omvang, we hiervan slechts een schetsende bespreking zullen verschaffen. Het is dan ook niet mijn opzet de lezer in een ellenlange bespreking van deze wetskaders te voorzien, maar juist een duidelijk standpunt in te nemen of de financieelrechtelijke kaders zoals geponeerd door de rechtsleer hun relevantie binnen het kader van financiële crowdfunding werkelijk vinden.

6.1 Wetgeving van toepassing op de projecthouder

6.1.1 Prospectuswet

6.1.1.1 *Ratio legis*

Waar de openbare aanbidding van effecten vóór 1935 in België louter geregeld werd door de Vennootschapswet van 25 mei 1913 zorgde het povere wetskader voor het ontstaan van financieel misbruik. Van doorgedreven informatieverplichtingen en een voorafgaandelijke controle van de effecten door een toezichtshouder was er aldus in die tijd geen sprake. Door de flexibele wetgeving konden ondernemingen eenvoudig beroep doen op de kapitaalmarkt en het spaarwezen om zo de ongebruikt gebleven kapitalen te onderheven aan het ondernemingsrisico bij de invulling van investeringsopportuniteiten. Voornamelijk de beperkte aansprakelijkheid vormde een catalysator in het ontstaan van financieel opportunisme.

De vele financiële schandalen, een daling in het consumentenvertrouwen, een gedwongen productiedaling van bedrijven en de hieraan verbonden ontslagrondes leidde uiteindelijk tot een eerste wereldwijde beurscrash in 1929 dat de geschiedenisboeken inging als “Zwarte Donderdag”. Een andere gevolg was dat miljoenen aandelen die door het publiek in handen werden gehouden niets meer waard waren, wat zorgde voor een wereldwijd moment van reflectie omtrent het nationaal vigerende kapitaalmarktenbeleid. De Belgische wetgever startte dan ook in 1935 met de uitwerking van een specifieke reglementering voor de aanbidding van beleggingsinstrumenten. Hoofdzakelijk beoogde men via het Bankbesluit van 1935 de investeerder via een volledigheidshalve informatieverzorging een correct beeld te geven omtrent de solvabiliteit en rendabiliteit van de emitterende onderneming. De uit dit wetgevend initiatief voortvloeiende wetten en besluiten hebben voor een verdere regulering gezorgd van de openbare uitgifte van effecten.

(Geeraert & Keustermans, z.d.)

Een andere rechtstendens die we de voorbije jaren hebben kunnen waarnemen is het streven naar een zogenaamd “*European level playing field*” zodoende een geharmoniseerde regelgeving te bekomen omtrent de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten in Europa. Een eerste resultante van dit principe behelsde de omvorming van de Europese Prospectusrichtlijn (EU) 2003/71/EG en Prospectusverordening (EG) Nr. 809/2004 van 29 april 2004 naar de Prospectuswet van 16 juni 2006 onder Belgisch recht.

Zoals aangehaald zorgde de stroom van nouveauté inzake financiering na de financiële crisis van 2008 ervoor dat ondernemingen zich steeds meer op alternatieve wijzen gingen

financieringen. Vanuit deze noodzaak tot alternatieve financiering kwam binnen de Europese Commissie de visie om de prospectusregelgeving te vereenvoudigen zodoende kleine en middelgrote ondernemingen zich makkelijker een toegang kunnen banen tot de kapitaalmarkten. Veelal de opvatting dat de kost die gepaard gaat met de verplichte opstelling van een “full blown” prospectus niet of nauwelijks afwoog ten opzichte van het op te halen bedrag in het kader van de financieringsbehoefte van een kmo vormde een belemmerende factor bij de ontwikkeling van alternatieve financieringstechnieken.

De nieuwe Prospectusverordening (EU) 2017/1129 vormde de basis voor het ontstaan van de nieuwe Belgische Prospectuswet van 11 juli 2018 betreffende de aanbieder van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Een belangrijk gevolg hiervan betreft het feit dat de Wet van 11 juli 2018 de Wet van 16 juni 2006 opheft. Voortaan geldt onder dit wetskader voor ondernemingen, die bij de invulling van hun financieringsbehoefte wensen beroep te doen op het brede publiek, nieuwe drempels die bepalen of er al dan niet een prospectus, dan wel een informatienota opgesteld moet worden.

Waar in tegenstelling tot de vorige regeling lidstaten een grotere invullingsvrijheid hadden neemt de Europese prospectuswetgeving voortaan de vorm aan van een loutere Europese verordening. Hierdoor hebben de meeste bepalingen uit de Prospectusverordening een rechtstreekse uitwerking in de afzonderlijke lidstaten zonder dat er omzettingsmaatregelen zijn voorzien. Zo hebben lidstaten bijvoorbeeld niet meer de mogelijkheid een afzonderlijke invulling te geven aan de bepalingen die een vrijstelling bieden op de prospectusverplichting. Enkel de materies die niet werden behandeld in de Prospectusverordening kunnen naar eigen inzicht door de lidstaten ingevuld worden, weerom rekening houdende met de specifieke omzettingsbepalingen.

Dat de Europese wetgever huidig opteert voor een verordening in plaats van een richtlijn vormt een essentiële stap in de harmonisatie en creatie van een European level playing field inzake kapitaalmarktenbeleid in de Europese Unie. Tot voor de tenuitvoerlegging van de nieuwe prospectusverordening werd het kluwen aan verschillende reglementeringen in de afzonderlijke lidstaten beschouwd als een belemmering in de ontwikkeling van bijvoorbeeld grensoverschrijdende aanbiedingen van effecten en uniale regels omtrent de bescherming van de consument.

Ook blijkt uit considerans 1 van de Europese Prospectusverordening dat de Europese wetgever wou inspikken op de steeds groter wordende diversiteit aan kapitaalbronnen ter beschikking aan ondernemingen. Daarenboven meent de Europese wetgever dat de nieuwe Prospectusverordening perspectieven biedt tot het creëren van een efficiëntere allocatie van spaarmiddelen zodoende beleggers extra kansen verkrijgen om hun geld te doen renderen.

Tenslotte halen we ook aan dat huidig de nieuwe prospectusregelgeving algemeen in werking is getreden. Er werd namelijk in een duale tenuitvoerlegging voorzien waarbij de nieuwe drempels omtrent de prospectusplicht uitwerking vonden vanaf 21 juli 2018 en het overgrote gedeelte slechts op 21 juli 2019.

(Van Gysel & Wauters, 2017)

6.1.1.2 Toepassingsgebied

Algemeen regelt de Prospectuswet hoe beleggingsinstrumenten in België openbaar uitgegeven mogen worden, de hieraan verbonden informatieverplichtingen, het al dan niet noodzakelijke karakter om een door de FSMA goedgekeurde prospectus op te stellen en de wijze van reclamevoering hieromtrent. Bij de invulling van de financieringsbehoefte kan een onderneming er immers voor opteren beroep te doen op publieke gelden, wat inzake crowdfunding zich manifesteert. Zoals aangehaald komen bij de opstelling van een prospectus veelal zeer hoge kosten kijken die niet altijd opwegen ten opzichte van het op te halen bedrag. Het is dan ook belangrijk als onderneming te weten wanneer er al dan niet een prospectus dient opgesteld te worden en of er huidig andere alternatieven bestaan.

Vooraleer de Prospectuswet uitwerking vindt, moet er aldus sprake zijn van (1) een aanbieding aan het publiek van (2) beleggingsinstrumenten op (3) het Belgische grondgebied.

Een aanbieding aan het publiek dient in de zin van artikel 4, 2° Prospectuswet opgevat te worden als een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten vervat staat zodoende de potentiële investeerder in staat te stellen een besluit te laten vormen omtrent het al dan niet aankopen van of inschrijven op de aangeboden instrument.

Afleidend uit bovenstaande begripsbepaling vormt de mededeling een essentiële vereiste om van een aanbieding aan het publiek te kunnen spreken. Deze “tot personen gerichte mededeling” verkrijgt een publiek karakter wanneer ze wordt verricht door ofwel een persoon die in staat is om de instrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die wordt geacht te handelen voor rekening van de aanbieder of uitgevende instelling. De laatstgenoemde persoon kan binnen deze context opgevat worden als een financiële tussenpersoon die in de zin van artikel 4, 6° Prospectuswet een bemiddelende rol op zich neemt tegen een vergoeding of voordeel van welke aard dan ook, rechtstreeks of onrechtstreeks verleend door de aanbieder of de uitgevende instelling. Een kosteloze toewijziging van beleggingsinstrumenten kan dan ook niet als een aanbieding aan het publiek aanschouwd worden.

Bij de aanbieding aan het publiek dient overigens sprake te zijn van beleggingsinstrumenten die op een niet-limitatieve wijze opgesomd staan in artikel 3 van de Prospectuswet. Zo wordt er onder beleggingsinstrumenten (1) effecten, (2) geldmarktinstrumenten, (3) rechten die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking hebben op roerende of onroerende goederen, die zijn ondergebracht in een juridische of feitelijke vereniging, onverdeeldheid of groepering, waarbij de houders van die rechten niet het privaat genot hebben van die goederen, en waarvan het collectief beheer wordt opgedragen aan één of meer personen die beroepshalve optreden, (4) rechten die het mogelijk maken een financiële belegging uit te voeren en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking hebben op een of meer roerende goederen of op een agrarische exploitatie, die zijn ondergebracht in een juridische of feitelijke vereniging, onverdeeldheid of groepering en waarvan het collectief beheer wordt opgedragen aan één of meer personen die beroepshalve optreden, tenzij indien die rechten voorzien in een onvoorwaardelijke, onherroepelijke en volledige levering in natura van de goederen, (5) financiële termijncontracten of ‘futures’, (6) rentetermijncontracten of ‘forward rate agreements’, (7) rente- en valuta-swapcontracten en swapcontracten betreffende aan aandelen of aandelenindexen gekoppelde kasstromen ook wel ‘equity swaps’ genaamd, (8) valuta- en renteoptiecontracten en alle andere optiecontracten die ertoe strekken de in dit artikel bedoelde beleggingsinstrumenten, inzonderheid via inschrijving of omruiling, te verwerven of over te dragen, met inbegrip van de optiecontracten die worden afgewikkeld in contanten, (9) afgeleide contracten op edele metalen en grondstoffen, (10) contracten die rechten vertegenwoordigen op andere beleggingsinstrumenten dan effecten en (11) alle andere instrumenten die het mogelijk maken een financiële belegging uit te voeren, ongeacht de onderliggende activa verstaan.

In paragraaf 2 van ditzelfde artikel maakt de Belgische wetgever duidelijk notie dat (1) gelddeposito's geworven of ontvangen door instellingen zoals bedoeld in artikel 28 Prospectuswet (bijv. kredietinstellingen), (2) deviezen, edele metalen en grondstoffen en (3) overeenkomsten gesloten met verzekeringsondernemingen niet ressorteren onder het begrip "beleggingsinstrument".

Tot slot kan de Prospectuswet van 11 juli 2018 enkel van toepassing verklaard worden indien de publieke aanbidding van beleggingsinstrumenten plaatsvindt op Belgische grondgebied. Het toetsingscriterium dat hierbij door de FSMA gehanteerd wordt, betreft het feit of de publieke aanbidding al dan niet gericht is aan het Belgische publiek. Dit kan blijken uit feitelijkheden zoals inhoud, taalgebruik en informatie die specifiek is afgestemd op Belgische wetgeving zodat aangenomen kan worden dat voornoemde "mededeling" gericht is aan het Belgische publiek.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.3 Informatieverplichting

Betreffende de informatieverplichtingen die gepaard gaan aan de aanbidding van beleggingsinstrumenten aan het publiek kunnen we wettelijk een trapsgewijze onderverdeling terugvinden aangaande de doorgedrevenheid van deze informatieverplichtingen. Binnen de context van de Prospectuswet blijft de uitgifte van een prospectus nog steeds de regel. Echter kan men in welbepaalde gevallen beroep doen op exempties die in de Prospectuswet werden voorzien waardoor men zich mag beperken tot de uitgifte van een beknopte informatienota of zelfs helemaal geen informatiedocument moet uitgeven.

6.1.1.3.1 Prospectus

Wat betreffen de voorwaarden waaraan men dient te voldoen om verplichtend een prospectus uit te moeten geven, heeft de Belgische wetgever voorzien in een ontheffende benadering. Dit resulteert in het gegeven dat wanneer men voldoet aan de voorwaarden van artikel 7 Prospectuswet er geen verplichting rust op de emittent om een prospectus uit te geven.

Aangaande deze voorwaarden vinden we in artikel 7, §1 Prospectuswet vooreerst een verwijzing terug naar artikel 25 van de Prospectusverordening 2017/1129. Hierbij worden aanbiedingen aan het publiek van beleggingsinstrumenten vrijgesteld van de prospectusplicht

voor zover deze aanbieding, indien zij betrekking heeft op effecten, niet het voorwerp uitmaakt van een kennisgeving als bedoeld in artikel 25 van de prospectusverordening. Ter nuancering geldt er weldegelijk een prospectusverplichting wanneer de aanbieding wel het voorwerp uitmaakt van een kennisgeving als bedoeld in artikel 25 van de Prospectusverordening.

Dit artikel 25 van de Prospectusverordening heeft betrekking op de zogenaamde “grensoverschrijdende aanbiedingen en toelatingen tot de handel op een gereguleerde markt en taalregeling”. Onder dit artikel staat verduidelijkt wat onder voorgenoemde kennisgeving dient te worden verstaan. Namelijk wanneer er een verzoek wordt ingediend bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst – voor België is dit de FSMA – door een uitgevende instelling, de aanbieder, de aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de voor het opstellen van het prospectus verantwoordelijke persoon om een goedkeuringsverklaring waarin wordt bevestigd dat het prospectus in overeenstemming is opgesteld met de Prospectusverordening, alsmede een elektronisch afschrift van het prospectus, te zenden aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst, dient de autoriteit in de lidstaat van herkomst aan dit verzoek te voldoen binnen één werkdag na ontvangst of, indien het verzoek samen met het ontwerpprospectus werd ingediend, binnen één werkdag na goedkeuring van het prospectus.

Deze kennisgeving wordt, zoals voorgaande paragraaf verduidelijkt, vergezeld van een gemaakte vertaling van het prospectus en eventuele samenvatting.

Verder voorziet artikel 25 van de Prospectusverordening in de bepaling dat de partij die het verzoek richtte aan de bevoegde autoriteit van herkomst op hetzelfde tijdstip als de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst dient ingelicht te worden omtrent de goedkeuringsverklaring.

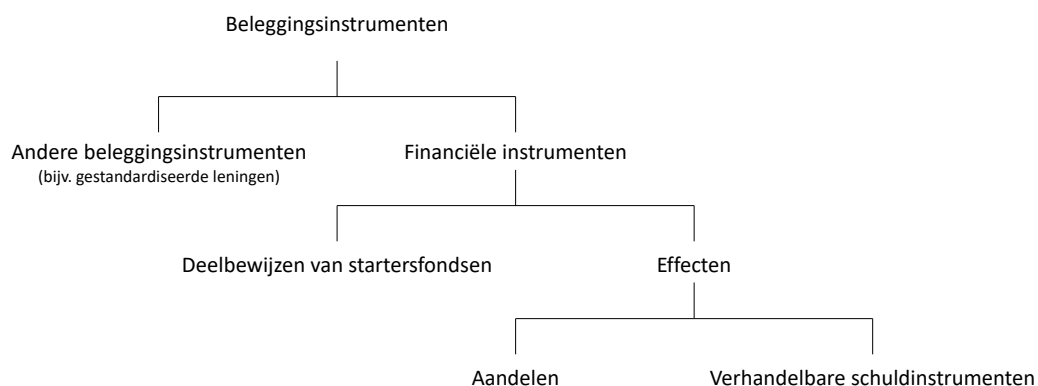
De tweede cumulatieve voorwaarde om een vrijstelling van de Prospectuswet te bemachtigen wordt behelst door monetaire vrijstellingsdrempels. Zo dragen de aanbiedingen aan het publiek van beleggingsinstrumenten in de Europese Unie die een totale tegenwaarde vertegenwoordigen van een bedrag minder dan of gelijk aan (1) 5.000.000 euro berekend over een periode van twaalf maanden, of (2) een bedrag van 8.000.000 euro, weerom berekend over een periode van twaalf maanden, waarbij de aanbieding betrekking heeft op beleggingsinstrumenten die zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een op

advies van de FSMA door de Koning aangeduide multilaterale handelsfaciliteit of MTF, geen prospectusplicht met zich mee.

Zodra men voorgenoemde vrijstellingsdrempels wel overschrijdt is men verplicht een prospectus ter beschikking te stellen.

Voorts wordt er in artikel 7, §2 Prospectuswet dat deel uitmaakt van hoofdstuk 1 “verplichting om een prospectus te publiceren” in een duiding voorzien omtrent waarop de bepalingen onder artikelen 8 en 9 behorende tot ditzelfde hoofdstuk hun toepassing vinden. Artikelen 8 en 9 Prospectuswet hebben namelijk vat op (1) de aanbiedingen aan het publiek van beleggingsinstrumenten die geen effecten zijn en waarvan de totale tegenwaarde in de Europese Unie meer dan 5.000.000 euro bedraagt, berekend over een periode van twaalf maanden, (2) de aanbiedingen aan het publiek van andere beleggingsinstrumenten dan effecten die zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een op advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF, en waarvan de totale tegenwaarde in de Europese Unie meer dan 8.000.000 euro bedraagt, alsook berekend over een periode van twaalf maanden en (3) de toelatingen van andere beleggingsinstrumenten dan effecten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt.

Vooraleer we ingaan op de inhoud van artikelen 8 en 9 Prospectuswet wensen we eerst een nuancering te maken omtrent de bewoording “beleggingsinstrumenten die geen effecten zijn” in voorgaande paragraaf. Waar de termen effecten en beleggingsinstrumenten vaak door mekaar gebruikt worden, dient men volgens de FSMA beleggingsinstrumenten als een overkoepelende begrip te aanschouwen waaronder effecten kunnen gecatalogeerd worden. De FSMA voorziet zelf specifiek omtrent crowdfunding onderstaande indeling:



Figuur 11 Onderverdeling beleggingsinstrumenten (eigen bewerking) (FSMA, z.d.)

Een opmerkelijkheid vormt allezins de keuze van de Belgische wetgever om in de Prospectuswet de terminologie van “beleggingsinstrument” te hanteren en dit overigens op een zeer ruime wijze te definiëren. In tegenstelling tot de Belgische wetgever heeft de Europese wetgever ervoor gekozen om in de Prospectusverordening 2017/1129 het begrip “effect” te gebruiken waarbij onder artikel 2, a) een verwijzing wordt gemaakt naar artikel 4, lid 1, punt 44, van Richtlijn 2014/65/EU. Onder Richtlijn 2014/65/EU dient men onder het begrip “effect” alle categorieën van verhandelbare waardepapieren op de kapitaalmarkt, uitgezonderd betaalinstrumenten, te verstaan zoals (1) aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten, (2) obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten betreffende dergelijke effecten en (3) alle andere waardepapieren die het recht verlenen die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta’s, rentevoeten of rendementen, grondstofprijzen of andere indexen of maatstaven.

De niet-limitatieve opsomming gemaakt onder artikel 4, lid 1, punt 44, van Richtlijn 2014/65/EU en in het bijzonder onder punt c laat ons toch vermoeden dat zowel de Belgische en Europese wetgever omtrent het begrip beleggingsinstrument en effect grotendeels eenzelfde zienswijze hanteren en de gebruikte terminologie een loutere bijzaak vormt.

Daarenboven verklaart de Belgische wetgever in artikel 8 Prospectuswet de bepalingen uit de Prospectusverordening 2017/1129 ook van toepassing op de aanbieding aan het publiek of toelatingen tot de verhandeling als bedoeld in het voorbesproken artikel 7 van dezelfde wet. Aldus vormt dit artikel een zeer belangrijk gegeven gestoeld op het feit dat men de Prospectuswet onder Belgisch recht steeds samen dient te lezen met de Europese Prospectusverordening behoudens de artikelen limitatief opgevat in artikel 8 Prospectuswet.

Een rechtstreeks gevolg van artikel 8 Prospectuswet bestaat uit het feit dat de uitzonderingsbepalingen op het publieke karakter van aanbiedingen van belegginginstrumenten, dat voorheen werd geregeld onder artikel 3 van de intussen afgeschafte Prospectuswet van 16 juni 2006 niet meer werden overgenomen in de nieuwe Prospectuswet van 11 juli 2018, maar loutere geregeld staan in artikel 1, 4 van de Prospectusverordening 2017/1129.

Gekwalificeerde beleggers – Zo worden aanbiedingen die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers niet beschouwd als een aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek. Sedert de invoering van de MiFID-reglementering (Richtlijn van 2014/65/EU) heeft het begrip “gekwalificeerde belegger” eenzelfde betekenis aangenomen als “professionele belegger”. Zowel de MiFID-richtlijn als het hieruit voorgesproten Koninklijk Besluit van 3 juni 2007, intussen vervangen door het KB van 19 december 2019, dat voorziet in de omzetregulering onder Belgisch recht definieert professionele cliënten, en daarmee gelijkgestelde gekwalificeerde beleggers, als cliënten die de nodige ervaring, deskundigheid en kennis bezitten om op eigen initiatief beleggingsbeslissingen te kunnen maken en de hierdoor genomen risico's op een adequate wijze in te schatten. Om in aanmerking genomen te worden als professionele cliënt, moet de cliënt aan volgende criteria voldoen:

- (1) entiteit die beschikt over een vergunning of gereguleerd is om op financiële markten actief te mogen zijn zoals kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen daarvan, pensioenfondsen en de beheermaatschappijen daarvan, handelaren in grondstoffen en grondstoffenderivaten, plaatselijke ondernemingen en andere institutionele beleggers;
- (2) grote ondernemingen die op individuele basis minstens voldoen aan twee van de drie criteria bestaande uit ofwel het hebben van een balanstotaal van 20.000.000 euro, een netto-omzet van 40.000.000 euro of een eigen vermogen van 2.000.000 euro;
- (3) voor België de Belgische Staat, de Gemeenschappen en de Gewesten en andere Buitenlandse nationale en regionale overheden, inclusief de overheidsorganen die op nationaal of regionaal niveau de overheidsschuld beheren, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals de Wereldbank, IMF, ECB, EIB en andere overeenstemmende internationale organisaties;
- (4) andere institutionele beleggers waar de belangrijkste activiteiten voortspuiten uit het beleggen in financiële instrumenten en instanties die hun bezigheid vinden in de omwisseling van vermogen in effecten of andere financiële transacties.

Gepaard gaande met de gelijkschakeling van gekwalificeerde beleggers met professionele cliënten zorgde het hieraan verbonden opt-in en opt-out systeem wel voor een vorm van rechtsonzekerheid. Professionele beleggers kunnen er immers voor opteren om toch als een gewone belegger te worden behandeld, terwijl niet-professionele beleggers ook onder

welbepaalde omstandigheden ervoor kunnen kiezen om voor een specifieke aanbieding als professionele belegger behandeld te worden.

Omwille van het feit dat deze uitzondering op de prospectusplicht de aanbieding behelst gericht aan gekwalificeerde beleggers, moet de emitterende onderneming vóór de uitgifte zich er steeds van vergewissen welke investeerders al dan niet wensen gebruik te maken van hun opt-in of opt-out optie. Echter heeft men de hieraan verbonden rechtsonzekerheid wel trachten te ondervangen door de herkwalificatie van professionele naar niet-professionele belegger te onderheven aan de toestemming van de financiële tussenpersoon of emittent. Aldus kan men deze herkwalificatie weigeren en het niet publieke karakter van de aanbieding vrijwaren.

Echter is deze uitzondering hedendaags weinig relevant geworden in het kader van crowdfunding. Vooreerst druist het aantrekken van slechts een beperkt publiek van investeerder in tegen het principe van crowdfunding dat gestoeld is op het aantrekken van een zo breed mogelijk publiek ten behoeve een welbepaalde financieringsdrempel te behalen. Anders zorgt de hogere vrijstellingsdrempel van 5.000.000 euro met betrekking tot de prospectusplicht er huidig voor dat kleine en middelgrote ondernemingen voor de ophaling van aanzienlijke bedragen beroep kunnen doen op het publiek zonder een prospectus te moeten uitgeven.

Aanbieding aan minder dan 150 natuurlijke personen of rechtspersonen – Een tweede exemptie waarbij men zichzelf kan ontheffen aan de prospectusplicht is de aanbieding die per lidstaat van de Europese Economische Ruimte (EER) aan minder dan 150 natuurlijke personen of rechtspersonen wordt gericht die overigens geen gekwalificeerde beleggers zijn.

Een doorgedreven nauncering van deze uitzondering is hoegenaamd niet noodzakelijk. Echter wensen we wel te duiden dat deze exemptie weerom niet strookt met het principe van crowdfunding. Binnen de context van crowdfunding tracht men immers een zo groot mogelijk aantal investeerder te bereiken waardoor deze uitzondering, gericht op een beperkte kring van funders, een verwaarloosbare waarde heeft. Alleen wanneer de projecthouder een private crowdfundingcampagne houdt, zou men zich eventueel kunnen beroepen op deze uitzondering. Het toetsingscriterium dat hier geldt is niet het aantal investeerder dat werkelijk een toedrage levert, maar het potentieel aan personen naar wie de aanbieding is gericht. In de meeste crowdfundingcampagnes zal men normalerwijs de kaap van 150 personen overschreden worden.

Aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van minstens 100 000 euro of waarbij beleggers per afzonderlijke aanbieding effecten aankopen met een totale tegenwaarde van minstens 100.000 euro – Voortvloeiende uit de derde en vierde uitzondering moet iedere individuele investeerder onder de eerstgenoemde exemptie minstens 100 000 investeren. In de tweede situatie moet de waarde per instrument ten minste 100 000 euro bedragen zodoende men kan ontsnappen aan de prospectusplicht.

Opnieuw kan het toepasbaar karakter van deze uitzondering op crowdfunding sterk in twijfel getrokken worden. Echter is het niet onmogelijk dat investeerders toch in het kader van crowdfunding beleggingen zullen doen van minstens 100.000 euro, al zal men tijdens deze crowdfundingcampagne een beroep moeten doen op een kapitaalkrchtig publiek.

Wat betreffen de overige exempties beperken we ons slechts tot een summier overzicht. Aldus kan men vrijgesteld worden van de prospectusplicht omwille van volgende beweegredenen:

- (1) de uitgifte van nieuwe aandelen ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse die reeds werden uitgegeven, zonder dat deze uitgifte leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal;
- (2) de bij een overname aangeboden effecten middels een openbaar aanbod tot ruil mits er een document ter beschikking wordt gesteld aan het publiek dat een beschrijving omvat van de transactie en het effect ervan op de uitgevende instelling;
- (3) de bij een fusie of splitsing aangeboden, toegewezen, dan wel toe te wijzen effecten mits er een document ter beschikking wordt gesteld aan het publiek dat een beschrijving omvat van de transactie en het effect ervan op de uitgevende instelling;
- (4) de aan de bestaande aandeelhouders uitgekeerde dividenden in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan die dividenden werden betaald in geval er een document ter beschikking wordt gesteld dat informatie omvat inzake de aard en het aantal aandelen en de reden waartoe en de bijzonderheden van de aanbieding;
- (5) de door de werkgever of door een verbonden onderneming aangeboden, toegewezen, dan wel toe te wijzen effecten aan bestaande of voormalige bestuurders of werknemers, in geval er een document ter beschikking wordt gesteld dat informatie omvat inzake het aantal en de aard van de effecten en de reden waartoe en de bijzonderheden van de aanbieding of toewijzing;
- (6) de doorlopend of periodiek door een kredietinstelling uitgegeven effecten zonder aandelenkarakter waarbij de totale gecumuleerde tegenwaarde in de Europese Unie

betreffende de aangeboden effecten berekend over een periode van twaalf maanden minder dan 75 000 000 euro per kredietinstelling bedraagt, op voorwaarde dat die effecten (1) niet achtergesteld, converteerbaar of omwisselbaar zijn en (2) geen recht met zich meedragen tot het inschrijven op of de verwerving van andere soorten effecten en niet aan een derivaat gekoppeld zijn.

Tenslotte bepaalt artikel 9 van de Prospectuswet dat een in België uit te geven prospectus moet opgesteld worden in het Nederlands, het Frans of in een andere taal die gangbaar is in internationale financiële kringen. Anders dient de samenvatting van het prospectus te worden opgesteld of vertaald in het Nederlands en het Frans. Voor de correctheid en volledigheidshalve karakter van deze vertaling is de uitgevende instelling, de aanbieder of de met het opstellen van de het prospectus belaste persoon verantwoordelijk.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016) (Prospectuswet, 2018)

6.1.1.3.2 Informatienota

Waar reeds werd aangegeven dat de opmaak van een prospectus de regel vormt, biedt de opstelling van een beknopte informatienota de uitzondering onder de Prospectuswet van 11 juli 2018. Dit brengt ons tot het gegeven dat de opmaak van een informatienota verplicht is wanneer (1) de aanbieding van beleggingsinstrumenten gebeurt aan het publiek met een totale tegenwaarde van minder of gelijk aan 5 000 000 euro in de Europese Unie, berekend over een periode van twaalf maanden, (2) de aanbieding van beleggingsinstrumenten geschiedt aan het publiek die zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een op advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF waarvan de totale tegenwaarde minder dan of gelijk aan 8.000.000 euro bedraagt in de Europese Unie, berekend over een periode van 12 maanden, of (3) de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een op advies van de FSMA door de Koning aangeduide MTF of een bepaalde segment ervan gebeurt.

Wat betreft de inhoud van de informatienota voorziet de wetgever in artikel 12 Prospectuswet welbepaalde vormvereisten. Vooreerst behelst de informatienota precontractuele informatie die “accuraat, eerlijk, duidelijk en niet misleidende” moeten zijn.

Voorts staat in paragraaf 2 van ditzelfde artikel verduidelijkt dat de informatienota gegevens dient te bevatten omtrent (1) de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de

toelating tot verhandeling, (2) het bedrag en de aarde van aangeboden of tot de verhandeling toe te laten beleggingsinstrumenten, (3) de beweegredenen en bijzonderheden waartoe de aanbieder of toelating geschiedt en (4) de inherente risico's verbonden aan de uitgevende instelling en de betrokken beleggingsinstrumenten.

Daarenboven is in het kader van de informatienota het niet de bedoeling om een "full blown" informatiedocument ter beschikking te stellen aan de investeerder, maar eerder in een korte omschrijving te voorzien omtrent volgende punten:

- (1) de belangrijkste risico's verbonden aan de uitgevende instelling en de aangeboden beleggingsinstrumenten specifiek voor de onderliggende aanbieder of de betrokken toelating tot verhandeling;
- (2) de uitgevende instelling en de aanbieder gepaard gaande met de jaarrekeningen van de uitgevende instelling over de laatste twee boekjaren;
- (3) de voorwaarden en redenen die door de aanbieder of de toelating tot verhandeling van beleggingsinstrumenten worden behelst;
- (4) de specifieke kenmerken van de aangeboden of tot de verhandeling toe te laten beleggingsinstrumenten.

Verder vertalen de vormvereisten zich in de voorwaarden dat de informatienota in de vorm van één enkel document en in een begrijpelijke taal moet worden opgesteld. Ook dient er sprake te zijn van een zogenaamde "beknopte informatienota" die maximaal vijftien A4-bladzijden lang is. Tenslotte moet de informatie zodanig worden voorgesteld en vormgegeven dat zij vlot leesbaar is.

Een laatste inhoudelijke bepaling waarin de wetgever heeft willen voorzien is het onderscheid tussen een informatienota en prospectus duidelijk af te bakenen zodoende bovenaan de informatienota, en op een prominente plaats, de vermelding "*Dit document is geen prospectus en werd niet gecontroleerd of goedgekeurd door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten.*" opgenomen moet worden.

Aangaande de voorwaarde waarbij bij de informatienota de jaarrekeningen van de uitgevende instelling over de laatste twee boekjaren moet worden gevoegd, voorziet artikel 13 Prospectuswet in een vrijwaringsmechanisme tegen opgeblazen of opgesmukte jaarrekeningen. In het geval de uitgevende instelling de verplichting had een commissaris aan

te stellen tijdens de boekjaren waarvan de jaarrekeningen in de informatienota moeten worden opgenomen, dient bij deze jaarrekeningen een verslag van de commissaris aanwezig te zijn.

Wanneer in het kader van een kleine of middelgrote onderneming deze plicht tot aanstelling van een commissaris niet gold tijdens de betrokken boekjaren zullen deze jaarrekeningen ofwel onderworpen moeten worden aan een onafhankelijke toetsing door een bedrijfsrevisor of een vermelding dienen te omvatten van een bedrijfsrevisor dat de informatienota een waarheidsgetrouw beeld geeft conform de in België geldende auditnormen, dan wel in de situatie waarbij de jaarrekeningen niet werden gecontroleerd de volgende vermelding bijgevoegd worden *“Deze jaarrekeningen zijn niet geauditeerd door een commissaris en evenmin aan een onafhankelijke externe toetsing onderworpen.”*

Net zoals bij de prospectus moet de informatienota worden opgesteld of vertaald in één of meerdere landstalen of in het Engels. Ook in deze situatie wordt voorgenoemde vertaling opgemaakt onder de verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling, de aanbieder of de met het opstellen van de informatienota belaste persoon.

Evenzeer werd er onder artikel 15 Prospectuswet in een bepaling voorzien welke acties er dienen ondernomen te worden wanneer er zich een belangrijke nieuwe ontwikkeling, een materiële vergissing of een onjuistheid die van invloed kan zijn op de beoordeling van de beleggingsinstrumenten zich heeft voorgedaan of wordt vastgesteld tussen het moment van ter beschikkingstelling van de informatienota en (1) de definitieve afsluiting van de aanbieding aan het publiek of (2) de aanvang van de toelating tot de verhandeling op de betrokken MTF als dit tijdstijd later valt dan de afsluiting van de aanbieding aan het publiek. In deze situaties wordt er een aanvulling op de reeds uitgegeven informatienota ter beschikking gesteld aan het publiek.

Aan de ter beschikkingstelling van een aanvullende informatienota verkrijgen beleggers, in geval van een aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek, die reeds vóór de publicatie van de aanvulling de beleggingsinstrumenten hebben aangekocht of op ingeschreven het recht om hun aanvaarding gedurende twee werkdagen volgend op de publicatie van de aanvulling in te trekken. De hieraan gepaard gaande voorwaarde betreft wel dat de voorheen aangehaalde nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid zich heeft gemanifesteerd vóór de definitieve afsluiting van de aanbieding aan het publiek en voor

vóór de levering van de beleggingsinstrumenten, naargelang wat eerst heeft plaatsgevonden. In de aanvulling dient de uiterste datum van het recht tot intrekking te worden vermeld.

In het kader van de beschikbaarheidsstelling en neerleggingsvereiste bij de FSMA van de informatienota bepalen artikelen 17 en 18 Prospectuswet dat deze beknopte informatienota uiterst op de aanvangsdag van de aanbieding aan het publiek of op de dag van toelating tot de verhandeling beschikbaar moet worden gesteld aan het publiek. Hierbij wordt de informatienota beschikbaar geacht wanneer deze in elektronische vorm werd gepubliceerd op de website van de uitgevende instelling, de aanbieding of de financiële tussenpersoon die de betrokken beleggingsinstrumenten zal plaatsen of verkopen. Bijgevolg dient iedere potentiële belegger over de mogelijkheid te beschikken om een kopie van de informatienota kosteloos in gedrukte vorm, dan wel op een duurzame drager te mogen ontvangen.

Daarnaast hangt op hetzelfde moment van beschikbaarheidsstelling aan het publiek een neerleggingsplicht bij de FSMA vast. Identiek geldt dit voor eventuele aanvullingen op de informatienota. Als gevolg van deze neerlegging, publiceert de FSMA de informatienota en eventuele aanvulling op haar website. Echter blijft de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling verantwoordelijk voor de inhoud en de waarheidsgetrouwe representativiteit van de informatienota en latere aanvullingen.

Ten slotte geven we mee dat de informatienota geldig blijft gedurende twaalf maanden na de neerlegging ervan bij de FSMA.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.3.3 Geen informatiedocument

Naast de verplichting tot het opstellen van een prospectus of informatienota geldt er sinds 21 juli 2018 ook een regime waaromtrent noch een informatienota, noch een prospectus dient opgemaakt te worden. Onder artikel 10, §3 Prospectuswet staat namelijk verduidelijkt dat wanneer de aanbieding van beleggingsinstrumenten voor een bedrag lager dan 500 000 euro gebeurt, voor zover iedere belegger voor maximum 5 000 euro kan inschrijven en alle documenten het totaalbedrag alsook het maximumbedrag per investeerder vermelden, er geen informatiedocument dient ter beschikking gesteld te worden.

Bovendien werd er een de minimis-regeling ingevoerd voor aanbiedingen aan het publiek waarvan de totale tegenwaarde minder dan of gelijk aan 500 000 euro bedraagt, zover elke investeerder slechts voor een maximumbedrag van 5 000 euro op de aanbieding kan inschrijven en alle documenten met betrekking tot de aanbieding aan het publiek het totaal bedrag van die aanbieding en het maximumbedrag per investeerder vermelden. Voor dergelijke aanbiedingen zal geen informatie nota en a fortiori geen prospectus moeten worden opgesteld en is er geen meldingsplicht aan de FSMA.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.4 Bemiddelingsmonopolie

Naast de regeling omtrent het informatiedocument voorziet de Prospectuswet ook in een zogenaamd “bemiddelingsmonopolie”. De wetgever vond het immers opportuun om een monopolie ten aanzien van de partijen vernoemd in artikel 21 Prospectuswet tot stand te brengen inzake de plaatsing van beleggingsinstrumenten op het Belgische grondgebied en de hieraan gepaard gaande bemiddelingswerkzaamheden.

Aldus mogen slechts volgende partijen bemiddelingswerkzaamheden zoals bedoeld in artikel 21 Prospectuswet uitoefenen:

- (1) de Europese Centrale Bank, de Nationale bank van België en de andere centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Ruimte;
- (2) de kredietinstellingen die een vergunning volgens boek 2 ‘kredietinstellingen naar Belgisch recht’ van de Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen hebben verkregen;
- (3) de in België gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen die vallen onder het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte en een succesvolle registratie van hun bijkantoor hebben ondergaan in de zin van artikel 312 van de Wet van 25 april 2014;
- (4) de kredietinstellingen die gevestigd zijn in en ressorteren onder het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte en werkzaamheden zoals bedoeld in artikel 4 van de Wet van 25 april 2014 reeds in de lidstaat van herkomst uitoefenen;
- (5) de beursvennootschappen die werden opgenomen in boek XII, titel II van de Wet van 25 april 2014;

- (6) de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies verduidelijkt in titel III van de Wet van 25 oktober 2016;
- (7) de beleggingsondernemingen die onderworpen zijn aan het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte en in België werkzaamheden uitoefenen overeenkomstig titel II, hoofdstuk III, afdeling I van de Wet van 25 oktober 2016;
- (8) de beleggingsondernemingen die ressorteren onder het recht van een ander land dat geen lid is van de Europese Economische Ruimte en werkzaamheden overeenkomstig titel II, hoofdstuk III, afdeling III van de Wet van 25 oktober 2016 uitoefent in haar in België gevestigde bijkantoren en
- (9) de beleggingsondernemingen die ressorteren onder het recht van een ander land dat geen lid is van de Europese Economische Ruimte en werkzaamheden uitoefent binnen het wezen van dienstverrichtingen ten belope hun bemiddelingswerkzaamheid overeenstemt met het statuut waaraan zij onderworpen is krachtens titel II, hoofdstuk II, afdeling IV van de Wet van 25 oktober 2016.

Verder verduidelijkt paragraaf 2 van ditzelfde artikel dat de aanbieder of de uitgevende instelling, in casu de onderneming zelf, steeds haar beleggingsinstrumenten zelf aan het publiek kan aanbieden zonder beroep te doen op de tussenkomst van een derde. Echter zal een onderneming in het merendeel van de gevallen bij de lancering van een crowdfundingcampagne, dan wel binnen een andere gevallen situatie waarbij een kapitaalronde wordt gehouden, beroep doen op een financiële tussenpersoon waardoor mogelijks sprake kan zijn van bemiddelingswerkzaamheden. “Bemiddelingwerkzaamheden” dienen binnen de context van de Prospectuswet opgevat te worden *“als iedere tussenkomst ten aanzien van beleggers te verstaan, zelfs al is zij tijdelijk of bijkomstig en in welke hoedanigheid ook, in de plaatsing van beleggingsinstrumenten voor rekening van de aanbieder of de uitgevende instelling, tegen vergoeding of voordeel van welke aard ook, rechtstreeks of onrechtstreeks verleend door de aanbieder of de uitgevende instelling”*.

Ingevolge de bepalingen omtrent het bemiddelingsmonopolie zou de projecthouder die een tussenpersoon bij de plaatsing van de onderliggende instrumenten tijdens een crowdfundingcampagne wenst te betrekken, louter kunnen beroep doen op voorheen aangehaalde personen. Gezien het flexibele kader verbonden aan crowdfunding en de relatief snelle opkomst als alternatieve financieringstechniek, waarbij vraag en aanbod door middel van een crowdfundingplatform verenigd wordt, vond de wetgever bij de opmaak van de nieuwe

Prospectuswet het immers wenselijk geacht om een draagvlak te creëren zodoende crowdfunding zich verder zou kunnen ontwikkelen zonder onderhevig te zijn aan de restrictieve bepalingen omtrent het bemiddelingsmonopolie.

Bijgevolg doet het monopolie ten aanzien van de aangehaalde partijen geen afbreuk aan de handeling waarbij de aanbieder of uitgevende instelling beroep doet op een verlener van alternatieve-financieringsdiensten (crowdfundingplatform) om zijn beleggingsinstrumenten te commercialiseren conform titel II van de Wet van 18 december 2016 tot regeling van de erkenning en de afbakening van crowdfunding en houdende diverse bepalingen inzake financiën. Aldus kan geconcludeerd worden dat tijdens een crowdfundingcampagne geen rekening meer dient gehouden te worden met de bepaling omtrent het bemiddelingsmonopolie.

Waar onder de oude Prospectuswet van 16 juni 2006 de wetgever niet in deze exemptie ten aanzien van crowdfundingplatformen voorzag, diende men creatief om te springen met de bepaling omtrent “bemiddeling” om zich als crowdfundingplatform niet te hoeven conformiseren met de bepalingen omtrent het bemiddelingsmonopolie. Doordat de voornoemde bemiddelingswerkzaamheden diende te geschieden “tegen vergoeding of een voordeel van welke aard dan ook” kon men ontsnappen aan de strenge regelgeving door geen rechtstreeks of onrechtstreeks voordeel te vragen van de emitterende onderneming. Wanneer een crowdfundingplatform echter zijn diensten gratis ter beschikking stelt of de werkelijke inkomsten enkel haalt uit het tegen vergoeding publiceren van reclame of het vragen van een vergoeding aan de investeerders, kon men als platform buiten de scope van het bemiddelingsmonopolie vallen.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.5 Reclame en andere documenten met betrekking tot de aanbiedingen aan het publiek

Een evidentie is dat bij de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek gebruik wordt gemaakt van reclamevoering. Reclame dient onder de prospectuswet te worden verstaan als een mededeling met 2 kwalitatieve kenmerken. Vooreerst dient de mededeling betrekking te hebben op een specifieke aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek of op een toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt of een door

de koning aangeduide MTF. Daarnaast dient de mededeling specifiek gericht te zijn om de mogelijke inschrijving op of verwerving van beleggingsinstrumenten te promoten.

Wanneer de reclame en andere documenten en berichten betrekking hebben op (1) de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek op het Belgische grondgebied, (2) de toelatingen van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt, (3) de toelatingen van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een MTF, en die worden verspreid op initiatief van de uitgevende instelling, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de verhandeling of de door hen aangestelde tussenpersonen, mogen deze pas openbaar worden gemaakt nadat de FSMA ze voorafgaandelijk heeft goedgekeurd.

Verder wordt er in artikel 24 een verwijzing gemaakt naar artikel 22, lid 2 tot 4, 9 en 10 van de Verordening 2017/1129 aangaande reclame. Hierbij wordt er notie gemaakt dat de reclame, berichten en andere documenten aan welbepaalde vereisten dienen te voldoen vooraleer de goedkeuring door de FSMA kan bekomen worden. Zo dient volgens artikel 22 lid 2 Verordening 2017/1129 in alle reclame worden vermeld of er al dan niet een prospectus zal worden gepubliceerd en welke beleggers het prospectus kunnen verkrijgen. Daarnaast bepalen lid 3 en 4 dat reclame “duidelijk als zondanig herkenbaar” dient te zijn en de in het reclamebericht vervatte informatie niet inaccuraat of misleidend mag zijn, overeenstemmend met de in het prospectus verstrekte informatie.

Wat betreft de termijn waarin de FSMA zich dient uit te spreken omtrent de goedkeuring van de reclame en andere documenten en berichten, moet deze zich normalerwijs binnen 5 werkdagen na ontvangst uit te spreken volgens artikel 24 paragraaf 2 Prospectuswet.

Echter werden onder artikel 22 Prospectuswet enkele uitzonderingsbepalingen voorzien waardoor voorgenoemde bepalingen betreffende de goedkeuring door de FSMA niet van toepassing zijn. Zo dienen de bepalingen niet te worden nageleefd wanneer de aanbiedingen van effecten of de toelating tot verhandeling op een gereguleerde markt geen publicatie van een prospectus vereisen. Ook dienen de voorheen aangehaalde bepalingen niet te worden nageleefd wanneer de aanbieding van beleggingsinstrumenten of toelating tot verhandeling op een gereguleerde markt geen effecten inhouden en er geen publicatie van een prospectus vereist is. Als laatste gelden dezelfde uitzonderingsbepalingen indien er geen informatienota dient gepubliceerd te worden.

Uit voorgaande paragrafen kunnen we dus afleiden dat de bepalingen verduidelijkt in artikelen 22 tot en met 24 van de Prospectuswet betreffende reclame, de belegger wenst te beschermen tegen misleidende reclame. Hierbij dient de situatie in ogenschouw te worden genomen waarbij de aanbieder in zijn reclame andere of misleidende zaken opneemt ten opzichte van het gepubliceerd prospectus. Vandaar de voorafgaandelijk controleplicht van de FSMA op de reclame, berichten en andere documenten uitgegeven door de aanbieder.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.6 Aansprakelijkheid

In artikel 25 en 26 van de Prospectuswet heeft de wetgever in een bijzondere aansprakelijkheid ten aanzien van de onvoorzichtige opsteller van het prospectus voorzien, enerzijds tegen een onvolledig prospectus en anderzijds een prospectus dat niet strookt met de werkelijkheid.

Vooreerst dient in het prospectus, dat ter goedkeuring moet worden voorgelegd aan de FSMA, een duidelijke vermelding te worden opgenomen betreffende wie verantwoordelijk was voor de opstelling van de integrale prospectus en eventuele aanvullingen hierop. Hierbij kan deze verantwoordelijkheid tot opstelling en/of aanvulling gedragen worden door (1) de uitgevende instelling, (2) haar leidinggevende, (3) toezichthoudende, (4) bestuursorgaan, (5) de aanbieder of (6) de aanvrager van de toelating tot de verhandeling of de garant.

De voorgenoemde vermelding wordt aangevuld met een verklaring in het prospectus van de verantwoordelijke partij waaruit blijkt, dat voor zover hen bekend, de gegevens in het prospectus met de werkelijkheid overeenstemt en er geen gegevens zijn weggelaten die de strekking van het prospectus al dan niet drastisch zou wijzigen. Het loutere feit dat tegen deze verklaring werd ingegaan brengt de bijzondere aansprakelijkheid van de opsteller in het gedrang.

Verder strekt deze aansprakelijkheid zich tot de gevallen waarbij de uitgevende instelling en haar leidinggevende, toezichthoudende of bestuursorganen, de aanbieder of de garant een nadeel heeft berokkend aan de belegger door misleidende of van onjuiste aard zijnde informatie in het prospectus, informatienota, eventuele aanvullingen hierop en reclame of andere documenten of berichten op te nemen. Verder betreft dit een hoofdelijke aansprakelijk

waarbij de voorheen aangehaalde personen verplicht zijn het veroorzaakte nadeel te herstellen.

Daarnaast stelt artikel 25 Prospectuswet dat deze aansprakelijkheid enkel van toepassing is op (1) de aanbiedingen van beleggingsinstrumenten aan het publiek op het Belgische grondgebied, (2) de toelatingen van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt en (3) de toelatingen van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een MTF.

(Prospectuswet, 2018)

6.1.1.7 Implicatie en gevolgen voor financiële crowdfunding

Zoals reeds bij de introductie van het vigerend financieelrechtelijke kader duidelijk werd aangekaart, heeft de Prospectuswet uitwerking op het niveau van de projecthouder. Wanneer de projecthouder bijgevolg een crowdfundingcampagne wenst te initiëren en er overigens cumulatief sprake is van (1) een aanbieding aan het publiek van (2) beleggingsinstrumenten op (3) het Belgische grondgebied, dient deze de dwingende bepalingen onder de Prospectuswet in beschouwing te nemen.

Veelal de bepalingen inzake informatieverstopping waarbij ofwel een prospectus of informatienota moet uitgegeven worden, dan wel er geen informatieverplichtingen rusten bij de emittent, zijn binnen een context van crowdfunding van belang. Samenvattend kan men stellen dat onder de huidige Prospectuswet de uitgaven van beleggingsinstrumenten die een totale tegenwaarde van minstens 5 miljoen euro vertegenwoordigen, op enkele uitzonderingen na, onderworpen zijn aan de prospectusplicht. Hierbij is de projecthouder verplicht een prospectus op te stellen die overigens voorafgaandelijk onderworpen moet worden aan de goedkeuring van de FSMA. Daarbij is een prospectus een zeer lijvig document dat enkele honderden pagina's kan omspannen en zeer uitgebreide informatie bevat omtrent de uitgifte en de emittent. Logischerwijs is het dan ook denkbaar dat aan de opstelling en uitgifte van een informatiedocument zoals een prospectus hoge kosten gepaard gaan.

Daarnaast kan de projecthouder er ook voor opteren om een uitgifte van beleggingsinstrumenten te doen die een tegenwaarde vertegenwoordigen van minder dan 5 miljoen euro. In deze situatie is de projecthouder louter gehouden tot het opstellen van een

informatienota. In tegenstelling tot een prospectus telt de informatienota slechts 15 pagina's en beperkt deze informatie zich tot de essentie. Ook is de informatienota niet onderworpen aan een voorafgaandelijke goedkeuring van de FSMA, maar rust er een loutere neerleggingsplicht bij de uitgever.

Evenzeer kan de uitgifte van beleggingsinstrumenten die een tegenwaarde omspannen van minder dan 500 000 euro, voor zover iedere belegger voor maximum van 5 000 euro kan inschrijven, plaatsvinden zonder uitgifte van enig informatiedocument.

Waar de nieuwe Prospectuswet van 11 juli 2018 in een loutere omzetting voorziet van de Europese Prospectusverordening (EU) 2017/1129, kan men stellen dat de Europese wetgever, in vergelijking met de oude Prospectuswet van 16 juni 2006, de aanzet heeft gegeven tot flexibilisering ten behoeve van alternatieve financieringstechnieken zoals crowdfunding. Aldus zorgt de huidige Belgische Prospectuswet ervoor dat veelal kleine en middelgrote ondernemingen via crowdfunding eenvoudiger beroep kunnen doen op het brede publiek ("the crowd") om een fondsenwerving te houden.

Zoals kan blijken uit hoofdstuk 5 "evolutie van financiële crowdfunding in België" heeft de invoering van de nieuwe Prospectuswet zijn beoogde doel, het verder stimuleren van alternatieve financieringstechnieken zoals financiële crowdfunding, niet gemist. Zo werd er gedurende de periode 2018 tot 2020 een totaal bedrag van 69,23 miljoen euro opgehaald waar dit tussen 2012 en 2017 slechts 40,02 miljoen betrof. Naast andere factoren, kan aan deze groei mogelijks de invoering van de nieuwe Prospectuswet gerelateerd worden.

Van een echte doorbraak van financiële crowdfunding binnen het gehele ondernemingslandschap, is er evenwel nog geen sprake. Niettegenstaande het feit dat jaar na jaar de investeringsvolumes die via crowdfunding verlopen steeds toenemen. Een verklaring hiervoor kan eventueel gezocht worden in het gegeven dat de huidige Prospectuswet mogelijks nog steeds te beperkend is om hogere investeringsvolumes toe te laten. Waar de Prospectuswet een "flexibele" fondsenwerving beperkt tot 5 miljoen euro, kan men stellen dat dergelijk bedrag louter voorziet in de financieringsbehoefte van kleine en middelgrote ondernemingen en niet in deze van grote ondernemingen.

Om crowdfunding dan ook werkelijk te laten uitgroeien tot volwaardig financieringsinstrument, neem ik het dan ook persoonlijk voor waar aan dat de prospectusreglementering naar de

toekomst toe nog onderhevig zijn aan versoepelingen aangaande de voorheen aangehaalde drempelbedragen. Het zal dan ook voor de wetgever een uitdaging worden om de lijn te vinden tussen beleggersbescherming en hogere drempelbedragen.

6.2 Wetgeving van toepassing op het crowdfundingplatform

6.2.1 Crowdfundingwet

6.2.1.1 *Ratio legis*

Waar crowdfunding anno 2021 nog steeds een jonge bestaansgeschiedenis kent binnen het Belgisch rechtssysteem, kan de inwerkingtreding van de Crowdfundingwet op 1 februari 2017 als één van de meest opmerkelijk wettelijke initiatieven beschouwd worden ter stimulering van deze alternatieve financieringstechniek. Een eerste aanzet tot de Crowdfundingwet werd namelijk gegeven in het voorloop van de Belgische federale verkiezingen van 25 mei 2014 waarbij toenmalige Minister van Financiën Koens Geens reeds een wettelijk kader wou scheppen ten behoeve van crowdfunding, zodoende de miljarden aan tegoeden op spaarboekjes wakker te schudden. Geens poneerde dan ook dat crowdfunding het nieuwe investeren moet worden.

(Geens: "Crowdfunding moet het nieuwe investeren worden", 2014)

Op deze aanzet werd dan ook bij de federale regeringsvorming verder gewerkt waarbij in het federaal regeerakkoord van 9 oktober 2014 valt te lezen dat de federale regering verder initiatief zal nemen om crowdfunding te laten uitgroeien tot een volwaardig alternatief financieringsinstrument. Veelal in volgende zinssnede kunnen we het engagement van de regering terugvinden ten aanzien van de verdere ontwikkeling van crowdfunding: *"De regering zal, in navolging van de reeds recentelijk genomen maatregelen inzake de versoepeling van de prospectusplicht, de financiering via crowdfunding verder stimuleren en de activiteiten van crowdfunding platforms beter omkaderen."*

(Federaal regeerakkoord, 2014)

Daar het engagement van de federale regering ten aanzien van crowdfunding sinds de federale regeringsvorming in steen was geschreven, liet een volwaardig eerste wettelijk initiatief op zich wachten bij de creatie van de Wet van 18 december 2016 tot regeling van de

erkenning en de afbakening van crowdfunding en houdende diverse bepalingen inzake financiën, ook wel in de volksmond Crowdfundingwet genaamd.

Gelet op het toepassingsgebied verkondigd in artikel 2 van de Crowdfunding beoogde de wetgever een wettelijk kader op poten te zetten waarbij de bedrijfsvergunningsvoorwaarden en de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden voor zogeheten “alternatieve-financieringsplatformen” werden geregeld, alsook de gedragsregels die deze platformen en de gereguleerde ondernemingen moeten naleven bij het verstrekken van alternatieve-financieringsdiensten, het toezicht op de naleving van de bepalingen onder de Crowdfundingwet en de uitvoeringsbesluiten en -reglementen. Ook voorzag de Crowdfundingwet in enkele wijzigingsbepalingen aan de toenmalige Prospectuswet van 16 juni 2006 en het Wetboek van de inkomstenbelasting van 1992.

Veelal had de Crowdfundingwet dan ook tot doel rechtszekerheid te scheppen omtrent welke financieelrechtelijke procedures en regels een aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten aldus huidig dient te volgen.

(Van Gysel, 2017)

6.2.1.1 Alternatieve-financieringsplatformen

Een eerste belangrijke verduidelijking waarin we dienen te voorzien, is wat we onder het begrip “alternatieve-financieringsplatformen” kunnen verstaan. Hierbij stipuleert artikel 4, 2° Crowdfundingwet dat een alternatieve-financieringsplatform iedere natuurlijke of rechtspersoon kan zijn waarvan de gewone professionele activiteit, ook al vormt die voor hem een aanvullende of bijkomende activiteit, erin bestaat alternatieve financieringsdiensten te verstrekken of aan te bieden op Belgisch grondgebied, en die overigens geen gereguleerde onderneming is.

Vooraleer verder in te gaan op wat we onder zogeheten alternatieve financieringsdiensten kunnen verstaan, wensen we nog twee begrippen te nuanceren.

Vooreerst moeten de alternatieve-financieringsdiensten onder de “gewone professionele activiteit” van het crowdfundingplatform vallen. De gewone professionele activiteit impliceert dan ook dat de activiteit tegen vergoeding dient aangeboden te worden. Hierbij staat het vrij

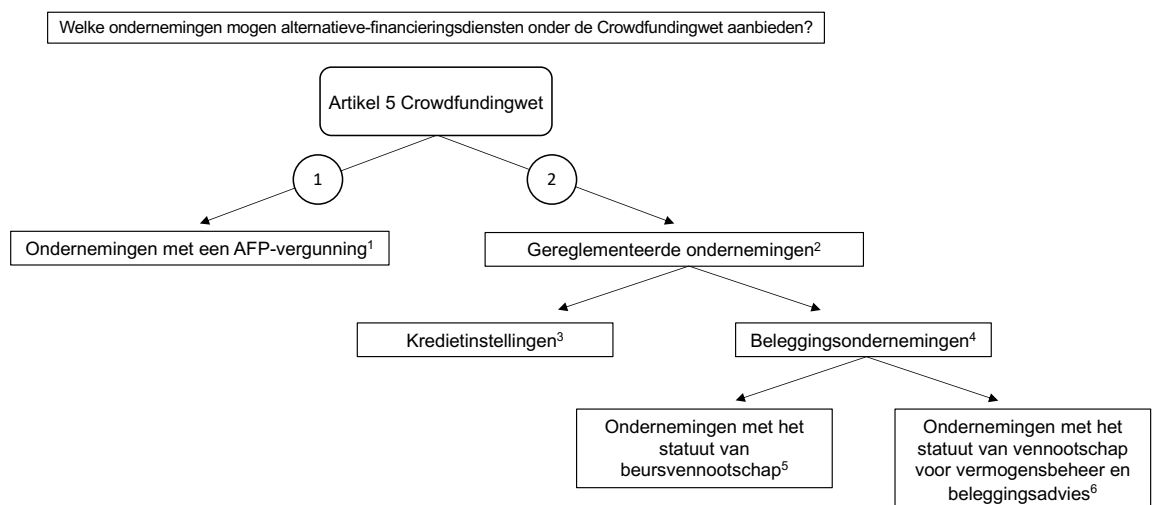
of die vergoeding rechtstreeks of onrechtstreeks aan de investeerder en/of de projecthouder wordt gevraagd.

Daarnaast dienen de zogenaamde “gereguleerde ondernemingen” die alternatieve-financieringsdiensten aanbieden zich niet expliciet te conformiseren aan de Crowdfundingwet, omwille van het loutere feit dat deze ondernemingen reeds onderhevig zijn aan andere financieelrechtelijke kaders. De bepalingen inzake werking van deze gereguleerde ondernemingen onder deze wetskaders kunnen dan ook als dermate geschikt en in lijn met de Crowdfundingwet worden geacht waarbij het moeten bekomen van een bijkomende vergunning als aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten als overbodig beschouwd kan worden.

Het betreffen dan ook enerzijds de kredietinstellingen zoals bedoeld onder artikel 1, §3 van de Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen. Anderzijds vallen binnen deze scope ook de beleggingsondernemingen zoals gestipuleerd onder artikel 3, § 1, van de Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.1.1 Overzicht



Figuur 12 Overzicht van welke ondernemingen onder de Crowdfundingwet alternatieve-financieringsdiensten mogen aanbieden

1. Ondernemingen, anders dan geregementeerde ondernemingen, die het voornemen hebben om alternatieve-financieringsdiensten in België aan te bieden, moeten de bepalingen inzake vergunningsaanvraag onder de Crowdfundingwet volgen om de zogeheten AFP-vergunning te bekomen. Van zodra de AFP-vergunning werd bekomen, krijgen deze ondernemingen het statuut van alternatieve-financieringsplatform en mogen ook de bijhorende alternatieve-financieringsdiensten aanbieden.

2. Geregementeerde ondernemingen naar Belgisch recht mogen de alternatieve-financieringsdiensten zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet van rechtswege uitoefenen, niettegenstaande het feit dat deze ondernemingen in de mogelijkheid verkeren om binnen deze context beleggingsdiensten te verlenen conform hun statuut. Weliswaar dienen de geregementeerde ondernemingen, de FSMA van dit voornemen in kennis stellen.

3. Zoals reeds aangegeven zijn de kredietinstellingen zoals bedoeld onder de Bankenwet van 25 april 2014 de eerste soort geregementeerde ondernemingen die alternatieve-financieringsdiensten van rechtswege mogen uitvoeren, mits voorafgaande kennisgeving aan de FSMA.

4. De tweede soort van geregementeerde ondernemingen die binnen de scope van de Crowdfundingwet vallen, betreffen de beleggingsondernemingen zoals bepaald onder de Beleggingsdienstenwet van 25 oktober 2016 en mogen ook van rechtswege alternatieve-financieringsdiensten aanbieden, mits voorafgaande kennisgeving aan de FSMA.

Waar de Crowdfundingwet omtrent het begrip “geregementeerde onderneming” in een tweeledige kwalificatie voorziet, maakt de Beleggingsdienstenwet ook gewag van twee onderscheiden statuten die binnen de scope van het begrip “beleggingsonderneming” vallen.

5. Een eerste beleggingsonderneming naar Belgisch recht betreft deze die het statuut van beursvennootschap onder de Bankenwet van 25 april 2014 heeft bekomen. Waar de beursvennootschap de kwalificatie als beleggingsonderneming onder de Beleggingsdienstenwet ondergaat en de beleggingsonderneming als geregementeerde onderneming onder de Crowdfundingwet beschouwd wordt, kan men redelijkerwijs aannemen dat de onderneming met het statuut van beursvennootschap alternatieve-financieringsdiensten van rechtswege mag aanbieden, mits voorafgaande kennisgeving aan de FSMA.

6. Een tweede beleggingsonderneming naar Belgisch recht betreft deze die een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies onder de Beleggingsdienstenwet van 25 oktober 2016 heeft bekomen. Waar de onderneming met een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies de kwalificatie als beleggingsonderneming onder de Beleggingsdienstenwet ondergaat en de beleggingsonderneming als geregelementeerde onderneming onder de Crowdfundingwet beschouwd wordt, kan men weerom redelijkerwijs aannemen dat de onderneming met het statuut van beursvennootschap alternatieve-financieringsdiensten van rechtswege mag aanbieden, mits voorafgaande kennisgeving aan de FSMA.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.2 Alternatieve-financieringsdiensten

Vooraleer een crowdfundingplatform zich dient te conformiseren met de bepalingen onder de Crowdfundingwet, moet men eerst nagaan of het crowdfundingplatform zogenaamde “alternatieve financieringsdiensten” aanbiedt.

Luidens artikel 4, 1° Crowdfundingwet vormt een alternatieve-financieringsdienst een dienst die erin bestaat om, via een website of enig ander elektronisch middel beleggingsinstrumenten te commercialiseren die zijn uitgegeven door onderneming-emittenten, startersfondsen of een financieringsvehikel waarbij al dan niet een openbaar aanbidding plaatsvindt, zonder dat een beleggingsdienst met betrekking tot deze beleggingsinstrumenten wordt verleend. Wel is het aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten toegelaten om beleggingsadvies te verstrekken en het in ontvangst nemen en doorgeven van orders.

Wat betreft de verdere definiëring van het begrip “beleggingsinstrumenten” bevat de Crowdfundingwet een verwijzing naar artikel 3 van de Prospectuswet. Ook dient er sprake te zijn van een commercialisering van deze beleggingsinstrumenten, ongeacht de wijze waarop dit gebeurt, waarbij de belegger of potentiële belegger aangezet wordt tot het aankopen van of inschrijving op het betrokken instrument.

(Crowdfundingwet, 2016)

Aldus gaat het hier om de zogeheten crowdfundingplatformen waar zoals reeds aangegeven de wetgever het expliciet noodzakelijk achtte om een wettelijk kader te scheppen waarbinnen deze aanbieders van alternatieve financieringsdiensten kunnen opereren. Een belangrijke nuancering bij de invulling van het begrip “alternatieve-financieringsdiensten” is dat het louter verspreiden van mededelingen met betrekking tot aanbiedingen van beleggingsinstrumenten en de aanbieders van deze diensten rechtstreeks noch onrechtstreeks belang hebben bij het resultaat van deze aanbiedingen, het toepassingsveld van de Crowdfundingwet niet raakt. Binnen deze feitenconstellatie kan veelal gedacht worden aan de personen die louter aanbiedingen aankondigen door er communiqués over te publiceren of hun internetsite als etalage aanbieden tegen vergoeding, maar die overigens geen actieve rol hebben bij het in contact brengen van investeerders en projecthouders.

(Van Gysel, 2017)

6.2.1.3 *Bedrijfsvergunning (“AFP-vergunning”)*

De meest ingrijpende bepaling voor crowdfundingplatformen onder deze wet is overduidelijk de invoering van het statuut van alternatieve-financieringsplatform. Onder de Crowdfundingwet werd dan ook in een vergunningssysteem voorzien waarbij alternatieve-financieringsplatformen een bedrijfsvergunning, ook wel AFP-vergunning genaamd, dienen te bekomen van de FSMA en zich bijgevolg laten opnemen op de lijst van alternatieve-financieringsplatformen bijgehouden door de FSMA.

Betreffende deze lijst¹ van alternatieve-financieringsplatform bepaalt artikel 6 Crowdfundingwet dat deze lijst te bezichtigen valt op de website van de FSMA en overigens toegankelijk is aan het publiek. In deze lijst kan voor elk alternatieve-financieringsplatform dat beschikt over een bedrijfsvergunning volgende informatie teruggevonden worden: (1) identificatiegegevens, (2) datum waarop de vergunning werd verleend, (3) de verstrekte dienst(en) zijnde het commercialiseren van beleggingsinstrumenten, verlenen van beleggingsadvies en/of in ontvangst nemen en doorgeven van orders, (4) desgevallend de datum waarop de vergunning werd ingetrokkend of geschorst en (5) alle overige informatie die de FSMA wenselijk acht voor een correcte informatieverstrekking aan het publiek. Bijkomend dient de FSMA een aparte lijst bij te houden van gereguleerde ondernemingen, zoals

¹ Bijlage 1

bedoeld onder artikel 4, 10° van dezelfde wet, die haar in kennis hebben gesteld van hun voornemen om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden.

Belangrijk is dat de Crowdfundingwet in artikel 3 ook in de bepaling voorzag dat het toepassingsgebied van deze wet zich niet strekt tot de Europese Centrale Bank, de Nationale Bank van België en de leden van het Europese Stelsel van Centrale Banken en bijgevolg ook niet dienen te beschikken over deze bedrijfsvergunning. Ook wanneer het aanbod enkel aan rechtspersonen of gekwalificeerde beleggers wordt gericht of aan minder dan 150 natuurlijke én rechtspersonen zijn de bepalingen onder de Crowdfundingwet niet van toepassing.

Om een vergunning als alternatieve-financieringsplatform te verkrijgen, dient het crowdfundingplatform volgens artikelen 7 tot en met 12 Crowdfundingwet te voldoen aan volgende voorwaarden:

- (1) het crowdfundingplatform neemt de vorm aan van een handelsvennootschap;
- (2) het hoofdbestuur van het alternatieve-financieringsplatform is in België gevestigd;
- (3) de identiteit van de personen die rechtstreeks of onrechtstreeks de vergunningvragende vennootschap controleren moet meegedeeld worden;
- (4) deze personen dienen te beschikken over de vereiste kwaliteiten om een gezonde en voorzichtige bedrijfsvoering van het financieringsplatform te vrijwaren waarbij de FSMA eventueel gegevens kan opvragen bij de Nationale Bank;
- (5) de leden van het wettelijk bestuursorgaan en personen belast met de effectieve leiding van de vergunningvragende vennootschap moeten uitsluitend natuurlijk personen zijn waarbij de effectieve leiding wordt toevertrouwd aan ten minste twee natuurlijke personen;
- (6) de organisatie van het platform moet afgestemd zijn op de aard, de omvang, de complexiteit van de uitgeoefende activiteiten en de verbonden risico's, alsook moet dit toelaten de wettelijke bepalingen te kunnen naleven;
- (7) tot slot moet het alternatieve-financieringsplatform een beroepsaansprakelijkheidsverzekering onderschrijven, met een minimale dekking van 750.000 euro of 1.250.000 euro per schadegeval en per verzekeringsjaar en met een franchise van ten hoogste 10% van het schadegeval, met een maximumbedrag van 1.250 euro per schadegeval.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.4 *Bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden*

Waar de wetgever in eerste instantie heeft voorzien in een duidelijk afbakening aangaande de voorwaarden waaronder de bedrijfsvergunning als aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten kan bekomen worden, werden deze onder afdeling 3 van de Crowdfundingwet aangevuld met zogeheten bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. Algemeen kan men stellen dat het crowdfundingplatform na het bekomen van de bedrijfsvergunning aan deze bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden dient te voldoen.

Hierbij stipuleert artikel 13 Crowdfundingwet vooreerst dat het crowdfundingplatform te allen tijde aan de onder punt 6.2.1.3 besproken vergunningsvoorwaarden dient te voldoen en moet de FSMA steevast op de hoogte worden gebracht van iedere belangrijke wijziging in de voorwaarden waaronder zij de oorspronkelijke vergunning heeft afgeleverd. Zo dient het alternatieve-financieringsplatform volgens artikel 14 Crowdfundingwet de FSMA voorafgaand in kennis te stellen van elke wijziging in de controle die wordt uitgeoefend op de vennootschap die de alternatieve-financieringsdiensten exploiteert. Daarbij dient het crowdfundingplatform de FSMA alle nodige documenten en informatie te bezorgen om aan te tonen dat de desbetreffende personen beschikken over de vereiste kwaliteiten om een gezonde en voorzichtige bedrijfsvoering van de vennootschap te handhaven.

Daarnaast bevat artikel 15 Crowdfundingwet een tweede bepaling waarin het crowdfundingplatform de FSMA weerom voorafgaand in kennis dient te stellen van elk voorstel tot benoeming van een lid van het wettelijke bestuursorgaan en een persoon belast met de effectieve leiding. Ook dient het alternatieve-financieringsplatform in deze situatie alle nodige documenten en informatie over te maken aan de FSMA die haar toelaten de personen die voor benoeming worden voorgedragen te beoordelen op hun professionele betrouwbaarheid en passende deskundigheid die noodzakelijk is voor de uitoefening van hun functie zoals bedoeld onder artikel 10 van dezelfde wet.

Voorts mogen alternatieve-financieringsplatformen aan hun cliënten geen andere beleggingsdiensten aanbieden dan het verlenen van beleggingsadvies en/of het in ontvangst nemen en doorgeven van orders. Zodra alternatieve-financieringsplatformen ervoor opteren om de toegelaten beleggingsdiensten aan te bieden, dienen deze zich te houden aan de bepalingen onder artikel 28/1 Crowdfundingwet dat onderdeel uitmaakt van afdeling 3/1

“specifieke regels voor de alternatieve-financieringsplatformen die beleggingsdiensten verlenen” van dezelfde wet.

Vooreerst moet iedere vergunning die wordt verleend aan een alternatieve-financieringsplatform dat overigens beleggingsdiensten aanbiedt, meegedeeld worden aan de ESMA of de Europese Autoriteit voor effecten en markten. Daarnaast moet het crowdfundingplatform zich voortaan conformeren met de bepalingen onder de Wet van 25 oktober 2016 of Beleggingsdienstenwet, die verder in deze bachelorthesis wordt besproken.

Evenzeer voorziet artikel 28/1 Crowdfundingwet in paragraaf 4 in volgende voorwaarden waarbij crowdfundingplatformen moeten:

- (1) de bepalingen en gedragsregels onder de Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten naleven;
- (2) deze beleggingsdiensten uitsluitend aanbieden in verband met effecten, of recht van deelneming in een startersfonds;
- (3) de voorheen aangehaalde orders doorgeven aan de onder dit artikel bepaalde beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.

Bovendien mogen alternatieve-financieringsplatformen op geen enkel ogenblik gelden in contanten of op een rekening, dan wel financiële producten ontvangen of aanhouden die overigens toebehoren aan hun cliënten, ook niet indien deze zich in een debiteurenpositie ten aanzien van hun cliënten bevinden. Evenmin mag een crowdfundingplatform een volmacht aanhouden op de rekeningen van hun cliënten.

Wel is het een alternatieve-financieringsplatform toegelaten om andere professionele activiteiten uit te oefenen op voorwaarde dat deze activiteiten geen belangenconflict creëren en hun reputatie niet in het gedrang brengen. Een bijkomende voorwaarde betreft wel dat deze activiteiten organisatorisch en boekhoudkundig volledig gescheiden dienen te zijn van de activiteiten als alternatieve-financieringsplatform. Weliswaar mag het alternatieve-financieringsplatform bij de uitoefening van deze activiteiten in haar contacten met het publiek niet verwijzen naar haar statuut van alternatieve-financieringsplatform, tenzij deze contacten enkel naamsbekendheid voor ogen hebben.

Tot slot dragen alternatieve-financieringsplatformen bij in de werkingskosten van de FSMA zoals bepaald in artikel 56 van de Wet Financieel Toezicht.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.1 Werking van het platform voor alternatieve-financieringsdiensten

Naast de vergunningsvoorwaarden en bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden, voorziet de Crowdfundingwet onder artikelen 22 tot en met 27 enerzijds in enkele precontractuele informatieverplichtingen die aan beleggers geboden moet worden en anderzijds in een “minieme MiFID-regeling” waarbij vooraleer er enige vorm van een alternatieve-financieringsdiensten wordt aangeboden, bij de potentiële belegger informatie moet worden ingewonnen omtrent hun kennis en ervaring op het vlak van beleggingen zodoende te kunnen beoordelen of de voorgenomen beleggingsinstrumenten aansluiten bij zijn risicoprofiel. Indien uit deze informatie blijkt dat de betrokken beleggingsinstrumenten niet passend zijn voor de potentiële belegger in kwestie, moet de belegger hiervoor gewaarschuwd worden, al dan niet in gestandaardiseerde vorm. Ook wanneer de belegger geen of onvoldoende informatie verstrekt, moet deze gewaarschuwd worden dat niet kan worden vastgesteld of de aangeboden beleggingsinstrumenten geschikt zijn voor hem.

(Van Gysel, 2017)

Luidens artikel 22 Crowdfundingwet dient het alternatieve-financieringsplatform of de gereguleerde onderneming zich steeds op een loyale, billijke en professionele wijze in te zetten voor de belangen van zijn cliënten. Bijgevolg moet alle informatie, inclusief publicitaire mededelingen, gericht aan beleggers of potentiële beleggers correct, duidelijk en niet misleidend zijn. Ook moeten deze publicitaire mededeling duidelijk als zodanig herkenbaar zijn. Indien de belegging recht geeft op een fiscaal voordeel zoals bedoeld in artikel 21 of 145/26 van het Wetboek Inkomstenbelasting 1992, dan dient de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten de nodige maatregelen te nemen zodat wordt voldaan aan de voorwaarden om in aanmerking te komen voor dit fiscaal voordeel.

Verder bepaalt artikel 23 Crowdfundingwet dat de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten zijn cliënten volgende informatie op een duurzame drager dient te verstrekken:

- (1) de volledige identiteit en de contactgegevens van het alternatieve-financieringsplatform of de gereguleerde onderneming die de alternatieve-financieringsdiensten verstrekt;
- (2) het statuut van het alternatieve-financieringsplatform dat of van de gereguleerde onderneming die de alternatieve-financieringsdiensten aanbiedt, alsook de naam en het adres van de bevoegde autoriteit die de vergunning heeft verleend aan dit alternatieve-financieringsplatform of de gereguleerde onderneming;
- (3) de kosten van de alternatieve-financieringsdiensten voor de cliënten met een beschrijving van alle in het kader van het verstrekken van alternatieve-financieringsdiensten in ontvangst genomen vergoedingen, commissies en voordelen, en een beschrijving van alle kosten die verbonden zijn aan de financieringsvehikels waarvan zij de beleggingsinstrumenten commercialiseren;
- (4) een algemeen beschrijvende weergave van het belangenconflictenbeleid van het alternatieve-financieringsplatform of de gereguleerde onderneming;
- (5) een algemeen beschrijvende weergave van de geldende regels voor het verstrekken van alternatieve-financieringsdiensten;
- (6) een beschrijving van de criteria en procedures waarop te financieren projecten van ondernemers-emittenten worden geselecteerd;
- (7) indien de belegging wordt voorgesteld als een belegging die kadert binnen de fiscale voordelen zoals bedoeld in artikel 21 en 145/26 van het Wetboek Inkomstenbelasting 1992, informatie over het maximale fiscale voordeel dat door de betrokken cliënten kan genoten worden;
- (8) de verbodsbepaling om gelden en beleggingsinstrumenten die hun cliënten toebehoren in ontvangst te nemen en aan te houden;
- (9) de verbodsbepaling om beleggingsdiensten te verlenen, uitgezonderd het verlenen van beleggingsadvies en het in ontvangst nemen en doorgeven van orders;
- (10) de verbodsbepaling om een mandaat of volmacht te hebben op de rekening van hun cliënten.

Daarenboven moet er voor iedere cliënt een dossier worden samengesteld met alle bewijsstukken waaronder de ingewonnen informatie over de beleggingservaring van de belegger in kwestie. Dit dossier dient overigens voor minstens vijf jaar na de beëindiging van de contractuele relatie worden bewaard.

Tot slot moet het alternatieve-financieringsplatform of de gereguleerde onderneming voor het verstrekken van alternatieve-financieringsdiensten de potentiële belegger in kennis stellen

van de voornaamste kenmerken van categorieën van beleggingsinstrumenten die zij commercialiseren, zodoende de belegger in staat te stellen om te begrijpen wat de aard is van de beleggingsinstrumenten en welke risico's hieraan verbonden zijn.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.1 *Financieringsvehikels*

Gelet op de praktijk van crowdfunding waarbij een groot aantal beleggers één welbepaald project of onderneming financieren door veelal kleinere bedragen te investeren, vond de wetgever het dan ook opportuun om onder de Crowdfundingwet het gebruik van zogeheten financieringsvehikels toe te laten. Een financieringsvehikel vormt als het ware de schakel tussen de beleggers en de ondernemers-emittenten of projecthouders waarmee een deugdelijk bestuur toegelaten wordt en de ondernemer-emittent niet geconfronteerd wordt met een versnipperde aandeelhoudersstructuur of met talrijke schuldeisers. Evenwel belegt de investeerder in deze situatie in het financieringsvehikels, dat de fondsen op zijn beurt zal aanwenden om aandelen te kopen of deze gelden uitleent aan de door de investeerder gekozen ondernemer-emittent.

Daarbij wordt een financieringsvehikel onder artikel 4, 7° van de Crowdfundingwet gedefinieerd als *“een uitgevende instelling van beleggingsinstrumenten die geen instelling voor collectieve belegging is, wier activiteit uitsluitend bestaat in het nemen van deelnemingen in of verlenen van leningen aan een of meer ondernemers-emittenten en die gefinancierd wordt door beleggers die zelf de ondernemer-uitgevende instelling kiezen die zij wensen te financieren via hun belegging in het vehikel, met dien verstande dat het rendement van hun belegging uitsluitend bepaald wordt door het rendement dat de ondernemer-uitgevende instelling biedt voor de door het vehikel genomen deelneming of verstrekte lening”*.

Evenwel heeft de wetgever aan het gebruik van financieringsvehikels onder artikel 28 Crowdfundingwet specifieke regels gekoppeld. Vooreerst dient de persoon die het financieringsvehikel controleert en bijgevolg het beheer van haar deelneming waarneemt, uitsluitend in het belang van de beleggers te handelen en dient er voorzien te worden in een zogenaamd compartimenteringssysteem. Dit compartimenteringssysteem laat toe verschillende beleggingen binnen één financieel vehikel mogelijk te maken waarbij iedere deelneming of lening aan eenzelfde ondernemer-emittent onder wordt gebracht in een

afzonderlijk compartiment. Enerzijds zorgt deze praktijk ervoor dat het financieringsvehikel zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet geen kwalificatie ondergaat als instelling voor collectieve beleggingen. Anderzijds kadert een tweede reden binnen een scenario van faillissement van de ondernemer-emittent waarbij enkel de aangehouden activa in het compartiment op zijn naam getroffen wordt.

Vervolgens zijn de personen die het financieringsvehikel controleert en beheert onderworpen aan volgende regels:

- (1) de rechten en verplichtingen van beleggers verbonden aan hun belegging in het financieringsvehikel mogen niet op eenzijdige wijze gewijzigd worden door het financieringsvehikel;
- (2) gedurende de looptijd van de belegging in het financieringsvehikel krijgen de beleggers jaarlijks een gedetailleerd overzicht van de kosten verbonden aan het gebruik van het financieringsvehikel;
- (3) gedurende de looptijd van de belegging in het financieringsvehikel hebben de beleggers recht op dezelfde financiële informatie over de ondernemer-emittent van hun keuze als de beleggers in de ondernemer-emittent die tot dezelfde categorie behoren als het financieringsvehikel;
- (4) de rechtsvorm van het financieringsvehikel dient de beperkte aansprakelijkheid van de beleggers tot hun inbreng te vrijwaren;
- (5) zoals reeds aangegeven dient het financieringsvehikel dat in verschillende ondernemers-emittenten belegt elke genomen deelneming in of verstrekte lening aan eenzelfde ondernemer-emittent in een afzonderlijk compartiment van het vermogen van het vehikel onderbrengen;
- (6) er mag een variabele vergoeding aan het financieringsvehikel of aan zijn leiders worden toegekend voor zover de criteria van toekenning uitsluitend betrekking hebben op het nettoresultaat van het financieringsvehikel of van één van zijn compartimenten, met uitsluiting van de niet-gerealiseerde meerwaarden;
- (7) de revisor of de boekhouder van de ondernemer-emittent of van het financieringsvehikel mogen geen enkele band hebben met de ondernemer-emittent of met het financieringsvehikel die hun onafhankelijkheid in het gedrang brengt;
- (8) ook dienen de personen die het financieringsvehikel controleert of beheert hun cliënten in kennis te stellen indien er zich een belangenconflict zou voordoen met cliënten.

(Crowdfundingwet, 2016)

Tot slot wensen we nog kort in te gaan op de voorgaande voorwaarde waarbij de rechtsvorm van het financieringsvehikel de beperkte aansprakelijkheid van de beleggers tot hun inbreng dient te vrijwaren. De Crowdfundingwet legt aldus geen specifieke rechtsvorm op waaronder het financieringsvehikel dient georganiseerd worden. Evenwel poneert de FSMA dat het vehikel kan opteren voor volgende rechtsvormen: (1) naamloze vennootschap, (2) besloten vennootschap, (3) coöperatieve vennootschap, (4) Europese vennootschap, (5) Europese coöperatieve vennootschap en (6) de commanditaire vennootschap.

(FSMA, z.d.)

6.2.1.1 Buitenlandse aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten

Aangezien men vanuit de Europese Commissie sinds 2014, onder het beleid van toenmalig voorzitter Jean-Claude Juncker, stevast streeft naar het creëren van een Capital Markets Union of een eenzelfde kapitaalmarkt binnen de Europese Unie waardoor fondsen binnen de EU zich op een flexibelere manier een weg kunnen banen naar investeringsprojecten, heeft de Belgische wetgever bij de creatie van de Crowdfundingwet dan ook in een sectie voorzien waarbij het buitenlandse ondernemingen zijn toegelaten om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden in België, mits ze aan onderstaande voorwaarden voldoen.

(Europese Commissie, 2017)

Daarbij dienen de personen die ressorteren onder het recht van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte, die alternatieve-financieringsdiensten zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet in België wensen te faciliteren, aan volgende voorwaarden te voldoen:

- (1) ze mogen in hun lidstaat van herkomst diensten verstrekken die gelijkaardig zijn aan alternatieve-financieringsdiensten;
- (2) er dient voorafgaandelijk een vergunning als alternatieve-financieringsplatform bekomen worden conform hoofdstuk 2 van de Crowdfundingwet;
- (3) de bepaling die onder de Crowdfundingwet op hen van toepassing zijn, moeten bij de uitoefening van hun activiteiten in België nageleefd worden.

Voorts geven we nog mee dat artikel 30, paragraaf 2 van de Crowdfundingwet in gelijkaardige voorwaarden voorziet wanneer een rechtspersoon die ressorteert onder het recht van Staten

die geen lid zijn van de Europese Economische Ruimte en het vernomen hebben om de alternatieve-financieringsdiensten zoals bedoeld onder deze wet in België uit te oefenen.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.2 Toezicht- en sanctiemechanisme

Als laatste werd er onder de Crowdfundingwet in hoofdstuk 5 en 6 voorzien in een toezichtopdracht die expliciet werd voorbehouden voor de FSMA en zowel administratieve als strafrechtelijke sancties wanneer er inbreuken worden vastgesteld.

Vooreerst stipuleert artikel 31 Crowdfundingwet dat de FSMA belast is met het toezicht op de naleving van de bepalingen onder deze wet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen. Hierbij kan de FSMA van de personen die in België alternatieve-financieringsdiensten aanbieden, alle inlichtingen vorderen die zij noodzakelijk acht in de uitvoering van haar toezichthoudende rol. Overigens is het de FSMA ook toegelaten om ter plaatse inspecties te verrichten en kennis te nemen van alle gegevens die in het bezit zijn van de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten, alsook hiervan een kopie te maken.

Daarnaast valt het onder de bevoegdheden van de FSMA om de aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten die de bepalingen onder de Crowdfundingwet of de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen niet naleven, te identificeren en deze aan te manen om deze tekortkomingen binnen de door haar vastgestelde termijn te verhelpen. Evenwel is de FSMA in dergelijk situatie gemachtigd om de activiteiten van de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten, gedurende een termijn die zij noodzakelijk acht, geheel of ten dele te verbieden en de vergunning te schorsen. Wanneer deze aanbieder nalaat de nodige maatregelen te treffen, kan de FSMA de vergunning als alternatieve-financieringsplatform in te trekken.

In de situatie waarbij de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten geen gevolg geeft aan de voorgenoemde aanmaningen, beschikt de FSMA over de mogelijkheid om enerzijds deze aanbieder aan dwangsom op te leggen van maximum 250 000 euro per overtreding of maximaal 5 000 euro per dag en anderzijds in de openbaarmaking dat de aanbieder geen gevolg geeft aan de aanmaningen die aan hem werden gericht. De voorgenoemde

dwangsommen worden ten voordele van de Schatkist geïnd door de Federale Overheidsdienst Financiën.

Wat betreffen de overige sancties, kan de FSMA vooreerst een administratieve geldboete opleggen die niet minder en meer mag bedragen dan respectievelijk 2 500 euro en 75 000 euro, indien zij inbreuken vaststelt op de bepalingen van deze titel of de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen.

Tot slot voorziet artikel 36 Crowdfundingwet in enkele situaties waarbij strafrechtelijke sancties kunnen worden opgelegd.

In een eerste situatie kan een gevangenisstraf van één maand tot één jaar en/of een geldboete van 50 euro tot 10 000 euro worden toegekend aan de persoon die alternatieve-financieringsdiensten verstrekt zonder te beschikken over de nodige bedrijfsvergunning en de bepalingen onder artikel 16 en 17 Crowdfundingwet niet naleeft aangaande de toegelaten beleggingsdiensten en het verbod om gelden of financiële producten te ontvangen of aan te houden die aan hun cliënten toebehoren, dan wel een mandaat op de rekening van hun cliënten aan te houden.

Evenzeer kan er een gevangenisstraf van acht dagen tot drie maanden en/of een geldboete van 200 euro tot 2 000 euro worden toegekend indien de aanbieder van alternatieve-financieringsdiensten met bedriegelijke opzet nalaat om aan de FSMA wijzigingen mee te delen met betrekking tot de informatie die deel uitmaakt van zijn vergunningsdossier of de informatie zoals bedoeld in artikel 14 en 15 Crowdfundingwet inzake een wijziging van controle of aan het wettelijk bestuursorgaan.

Overigens kan een gevangenisstraf van acht tot vijftien dagen en/of een geldboete van 100 euro tot 1 000 euro worden opgelegd aan elke persoon die weigert om de FSMA, de door haar gevraagd inlichtingen en documenten te verstrekken binnen haar toezichtsrol. Ook de personen die zich tegen de door de FSMA genomen onderzoeksmaatregelen verzet of valse verklaringen aflegt, riskeert eenzelfde strafrechtelijk sanctie.

Ter afsluiting kan aan de personen die met één van voorgaande strafrechtelijke sanctionering veroordeeld werd, de definitieve of tijdelijke sluiting worden opgelegd van een deel van de

lokalen of van alle lokalen die voor het verstrekken van alternatieve-financieringsdiensten worden gebruikt.

(Crowdfundingwet, 2016)

6.2.1.3 Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding

Afgaande op bovenstaande uiteenzetting kunnen we stellen dat de wetgever bij de totstandkoming van de Crowdfundingwet een wettelijk kader wou scheppen waarbij zowel de bedrijfsvergunningvoorwaarden als -uitoefeningsvoorwaarden ten aanzien van crowdfundingplatformen geregeld werden. De invoering van de AFP-vergunning had dan ook tot doel rechtszekerheid te scheppen omtrent welke rechtregels van toepassing zijn op crowdfundingplatformen, waar dit voorheen ten stelligste onduidelijk was. Vooraleer de AFP-vergunning wordt verleent, zal de FSMA het “fit and proper”-karakter screenen van de kandidaat-aandeelhouders en -leiding van de onderneming.

Een opmerkelijkheid waarin de wetgever evenwel heeft voorzien, is het onderscheid tussen ondernemingen die het voornemen hebben om alternatieve-financieringsdiensten in België aan te bieden en bijgevolg de AFP-vergunning moeten aanvragen, en de gereguleerde ondernemingen die deze diensten van rechtswege mogen uitoefenen, mits voorafgaande inkennisstelling van de FSMA. Samenvattend zijn deze “gereguleerde ondernemingen” de kredietinstelling en beursvennootschap zoals bedoeld onder de Bankenwet en de vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies zoals bedoeld onder de Beleggingsdienstenwet. Indien we de lijst van gereguleerde ondernemingen die het voornemen hebben meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten bekijken, kunnen we vaststellen dat slechts één gereguleerde onderneming naar Belgische recht dit voornemen heeft geponeerd. Deze gereguleerde onderneming betreft KBC Bank met haar platform Bolero crowdfunding dat beschikt over het statuut van kredietinstelling. Huidige zijn er geen Belgische beursvennootschappen of vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies die het voornemen hebben genomen om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden.

(FSMA, z.d.)

Ten slotte mogen we stellen dat de Belgische wetgever met de Crowdfundingwet in een eerste wettelijk kader heeft voorzien, dat als één van de noodzakelijke fundamenten kan beschouwd worden om crowdfunding verder te reguleren en te laten ontwikkelen tot volwaardig financieringsinstrument. Net zoals vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies en beursvennootschap gereguleerd worden door een apart statuut, kan het statuut van alternatieve-financieringsplatform dan ook als een logische stap binnen het ontwikkelingsproces van crowdfunding aanzien worden. Gelet op de jonge bestaansgeschiedenis van de Crowdfundingwet, is het dan ook niet ondenkbaar dat naarmate crowdfunding zich ontwikkelt of muteert tot respectievelijk een volwaardig financieringsinstrument of andere verschijningsvormen dat deze wet in de toekomst onderhevig zal zijn aan eventuele wijzigingen.

6.2.2 Beleggingsdienstenwet

6.2.2.1 *Ratio legis*

Waar de FSMA in haar oorspronkelijk mededeling omtrent de reglementering van crowdfunding verwees naar de Wet van 6 april 1995 inzake het statuut en het toezicht op de beleggingsonderneming (vroeger “Wet beleggingsondernemingen”), werd deze wet recent opgeheven en vervangen door de Wet van 25 oktober 2016 aangaande de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (huidig “beleggingsdienstenwet”).

De actualisering van het wettelijk kader omtrent beleggingsondernemingen met de Wet van 25 oktober 2016 had vooreerst tot doel gedeeltelijk vier Europese richtlijnen om te zetten naar Belgisch recht: Richtlijn 2013/36/EU, Richtlijn 2011/89/EU, Richtlijn 2014/65/EU en Richtlijn 97/9/EU. Overigens betekent deze hervorming geen revolutie in de wetgeving omtrent beleggingsdiensten. Inhoudelijk werden de meeste bepalingen overgenomen, buiten de regels die van toepassing waren op beursvennootschappen.

Daarnaast wou de wetgever met de invoering van de Wet van 25 oktober 2016 verder regulerend optreden inzake (1) de toegang tot de beleggingsactiviteiten en tot de verlening van beleggingsdiensten, (2) de vergunningsprocedure, vergunningsvoorwaarden, de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden voor en het toezicht op de vennootschappen voor

vermogensbeheer en beleggingsadvies, (3) de beleggersbeschermingsregeling waaraan de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, de beheervenootschappen van AICB's en de beheervenootschappen van instellingen voor collectieve belegging moeten deelnemen en (4) de toegang tot de deviezenhandel, zoals bedoeld in artikel 1, §2 van deze wet.

De relevantie van deze wet in het kader van financiële crowdfunding komt opdraven bij het feit dat aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten onder artikel 16 van de Crowdfundingwet worden toegelaten om twee onderscheiden beleggingsdiensten, die overigens binnen de scope van de Beleggingsdienstenwet vallen, aan te bieden, namelijk (1) het verlenen van beleggingsadvies en (2) het in ontvangst nemen en doorgeven van orders.

Aldus speelt de Beleggingsdienstenwet weerom op het niveau van het crowdfundingplatform.

Wanneer er werkelijk één van deze beleggingsdiensten worden aangeboden, zal het crowdfundingplatform zich moeten conformeren met de bepalingen onder de Beleggingsdienstenwet.

6.2.2.2 Het begrip beleggingsonderneming

Wat betreft het toepassingsgebied, poneert artikel 3, §1 dat de onderliggende bepalingen van de Beleggingsdienstenwet vat hebben op zogenaamde “beleggingsondernemingen”. Binnen de scope van deze wet dient onder het woord beleggingsonderneming, een onderneming naar Belgisch recht waartoe de gewone bedrijfsuitoefening bestaat in het beroepsmatig aanbieden van één of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van één of meer beleggingsactiviteiten, alsook de onderneming naar buitenlands recht die deze bedrijfsactiviteit in België uitoefent, verstaan te worden.

Waar het vooreerst van enig belang is om te weten welke ondernemingen binnen de scope van de Beleggingsdienstenwet vallen, is het ook belangrijk om te weten welke ondernemingen niet ressorteren onder deze wet. Daarbij vallen volgende ondernemingen buiten het toepassingsgebied van de Beleggingsdienstenwet:

- (1) de kredietinstellingen zoals bedoeld onder de Wet van 25 april 2014;
- (2) de in de Richtlijn 2009/138/EG bedoelde verzekeringsondernemingen en ondernemingen die werkzaamheden van herverzekering en retrocessie uitoefenen;

- (3) de ondernemingen die enkel beleggingsdiensten en -activiteiten uitvoeren voor hun moederonderneming, dochtonderneming of een andere dochteronderneming van hun moederonderneming;
- (4) de personen die een beleggingsdienst of -activiteit als incidentele activiteit verrichten in het kader van een beroepswerkzaamheid waarbij deze werkzaamheid aan wettelijke of bestuursrechtelijke voorschriften of aan de beroepscode is onderworpen en het verrichten van de dienst of de activiteit op grond daarvan niet is uitgesloten;
- (5) de personen die voor eigen rekening handelen in andere financiële instrumenten dan grondstoffenderivaten of emissierechten, of derivaten daarvan, en die geen andere beleggingsdiensten aanbieden of beleggingsactiviteiten verrichten aangaande tot andere financiële instrumenten dan grondstoffenderivaten of emissierechten of derivaten daarvan;
- (6) de ondernemingen waarvan de beleggingsdiensten en -activiteiten enkel bestaan in het beheer van een werknemersparticipatieplan;
- (7) de leden van het Europees Stelsel van Centrale Banken, nationale instellingen met een soortgelijke functie, overheidsinstellingen die belast zijn met het beheer van de overheidsschuld of bij dat beheer betrokken zijn in de Europese Unie en de internationale financiële instellingen die door twee of meerdere lidstaten werden opgericht die tot doel hebben middelen bijeen te garen en financiële bijstand te verlenen aan hun leden die te maken hebben met of bedreigd worden door ernstige financiële problemen;
- (8) de instellingen voor collectieve beleggingen en pensioenfondsen, alsook de bewaarders en beheerders van deze instellingen;
- (9) de personen die voor eigen rekening handelen, inclusief zogeheten market makers, in grondstoffenderivaten, emissierechten of derivaten daarvan, uitgesloten de personen die voor eigen rekening handelen bij de uitvoering van orders van cliënten;
- (10) de personen die andere beleggingsdiensten dan handel voor eigen rekening in grondstoffenderivaten, emissierechten of derivaten daarvan verlenen aan de cliënten of de leveranciers van hun hoofdbedrijf mits deze overigens voldoen aan de bepalingen onder artikel 4, 10°, i,ii en iii Beleggingsdienstenwet;
- (11) de personen die tijdens de uitoefening van andere, niet onder de Beleggingsdienstenwet vallende beroepsactiviteit beleggingsadvies verstrekken op voorwaarde dat er niet specifiek voor deze adviesverstrekking betaald wordt;
- (12) exploitanten met nalevingsverplichtingen zoals bedoeld in de Richtlijn 2003/87/EG;

- (13) transmissiesysteembeheerders zoals bedoeld in in artikel 2, punt 4, van Richtlijn 2009/72/EG of artikel 2, punt 4, van Richtlijn 2009/73/EG, bij de uitvoering van hun taken op grond van voornoemde richtlijnen, of Verordening (EG) nr. 714/2009 of Verordening (EG) nr. 715/2009
- (14) en centrale effectenbewaarinstituten, gereguleerd op grond van het Europees Unierecht.

Voorts heeft de wetgever de mogelijkheid tot het aanbieden van beleggingsdiensten louter voorbehouden voor ondernemingen. Anders wordt er in de wettelijke definiëring van het begrip beleggingsonderneming ook notie gemaakt van het beroepsmatig verrichten of aanbieden van één of meer beleggingsdiensten. Een beroepsmatige uitoefening impliceert vooreerst dat de activiteiten niet occasioneel mogen worden uitgevoerd waarbij er sprake dient te zijn van een zekere regelmaat. Ook vereist deze beroepsmatige uitoefening dat er een vergoeding verschuldigd is jegens de beleggingsonderneming voortvloeiend uit de geleverde beleggingsdienst.

(Beleggingsdienstenwet, 2016)

6.2.2.3 *Beleggingsdiensten*

Onder voorgaande titel hebben we reeds notie genomen dat de ondernemingen die zich dienen te conformeren met de Beleggingsdienstenwet zogeheten “beleggingsondernemingen” zijn waarbij de gewone bedrijfsuitoefening bestaat in het beroepsmatig aanbieden van één of meer beleggingsdiensten. Echter dienen we in wat volgt nog abstractie te maken van wat de Beleggingsdienstenwet onder het begrip “beleggingsdienst of -activiteit” verstaat. Het is immers zo dat van zodra een crowdfundingplatform één van de beleggingsdiensten of -activiteiten bedoeld onder artikel 2 van de Beleggingsdienstenwet aanbiedt, deze over de noodzakelijke vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of beursvennootschap moet beschikken.

Aldus poneert artikel 2, 1° Beleggingsdienstenwet dat een beleggingsdienst of -activiteit volgende diensten omhelst die overigens betrekking hebben tot financiële instrumenten zoals (1) het ontvangen en doorgeven van orders, (2) het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten, (3) het handelen voor eigen rekening, (4) vermogensbeheer, (5) beleggingsadvies, (6) het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met

plaatsingsgarantie, (7) het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie, (8) het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten en (9) het uitbaten van georganiseerde handelsfaciliteiten.

(Beleggingsdienstenwet, 2016)

Zoals reeds aangehaald behelst bovenstaande opsomming ook de in artikel 16 Crowdfundingwet benoemde beleggingsdiensten die crowdfundingplatformen mogen uitoefenen, zijnde enerzijds het verlenen van beleggingsadvies en anderzijds het in ontvangst nemen en doorgeven van orders. Daarbij voorziet de Beleggingsdienstenwet expliciet onder artikel 2, 9° in een definiëring van het begrip beleggingsadvies als *“het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer verrichtingen die betrekking hebben op financiële instrumenten”*.

Onder deze gepersonaliseerde aanbevelingen, dienen aanbevelingen te worden verstaan die worden voorgesteld als aanbevelingen die geschikt zijn voor de betrokken persoon of berusten op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden. Verder moeten deze aanbevelingen volgens de Beleggingsdienstenwet tot doel hebben de betrokken persoon (1) aan te zetten tot het kopen, verkopen, ruilen, te gelde maken, behouden, overnemen of op een bepaald financieel instrument in te tekenen of (2) de rechten verbonden aan een bepaald financieel instrument al dan niet uit te oefenen zodoende dit financieel instrument aan te kopen, te verkopen, te ruilen, te gelde te maken of daarop in te tekenen.

6.2.2.4 Financiële instrumenten

Een ander belangrijk element binnen het kader van beleggingsdiensten betreft het feit of de uitgevoerde beleggingsdienst al dan niet betrekking heeft op financiële instrumenten. Aangaande de definiëring van het begrip financiële instrumenten wordt onder artikel 2, 3° Beleggingsdienstenwet in een verwijzing voorzien naar artikel 2, eerste lid, 1° van de Wet van 2 augustus 2002, ook wel Wet financieel toezicht genaamd. Deze laatstgenoemde wet omvat dan ook een limitatieve opsomming van categorieën van instrumenten die als financieel instrument beschouwd dienen te worden. Relevante categorieën van financiële instrumenten opgenomen in deze lijst voor financiële crowdfunding betreffen onder andere effecten

waaronder voornamelijk aandelen in vennootschappen, obligaties en andere schuldinstrumenten verstaan moeten worden.

Blijkend uit figuur 11 ressorteert een niet-verhandelbare gestandaardiseerde leningen, in tegenstelling tot de verhandelbare, niet onder de begripsbepaling van financieel instrument. Bijgevolg kan men stellen dat beleggingsdiensten die worden aangeboden met betrekking tot niet-verhandelbare gestandaardiseerde leningen buiten de scope van de Beleggingsdienstenwet vallen.

Indien het crowdfundingplatform zijn activiteit heeft in het aanbieden van aandelen of obligaties, waarop investeerders kunnen inschrijven, is er volgens figuur 11 wel sprake van de aanbieding van financiële instrumenten. Indien omtrent deze financiële instrumenten beleggingsdiensten door het crowdfundingplatform worden aangeboden, kan de Beleggingsdienstenwet van toepassing verklaard worden, mits overigens aan de voorgenoemde voorwaarden werd voldaan.

Belangrijk om nog aan te halen is dat de invulling van het begrip “financieel instrument” onder de Wet financieel toezicht restrictiever wordt geïnterpreteerd dan het woord “beleggingsinstrument” onder de Prospectuswet. Er is dus de situatie denkbaar waarbij instrumenten aangeboden door een crowdfundingplatform “beleggingsinstrumenten” uitmaken, maar geen “financiële instrumenten” waardoor het platform zich niet hoeft te conformiseren met de Beleggingsdienstenwet, zoals in het geval van niet-verhandelbare gestandaardiseerde leningen.

(Beleggingsdienstenwet, 2016)

6.2.2.4.1 Vergunningen onder de Beleggingdienstenwet

Zoals reeds aangegeven moeten beleggingsondernemingen naar Belgisch recht, vooraleer ze werkelijk beleggingsdiensten- en activiteiten mogen aanbieden, beschikken over ofwel een vergunning als beursvennootschap, dan wel een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Onder deze titel wensen we evenwel de relevantie van deze vergunningen in het kader van crowdfunding sterk te nuanceren. De toepassing van de Beleggingsdienstenwet kan namelijk

vanuit een tweeledige benadering in ogenschouw genomen worden, waarbij het schoentje eenmaal komt te knellen.

Vooreerst kan men de situatie indachtig nemen waarbij een onderneming met een AFP-vergunning wenst de toegelaten beleggingsdiensten aan te bieden zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet. Aangezien deze het voornemen heeft om complementair aan de aanbieding van alternatieve-financieringsdiensten, beleggingsdiensten te exploiteren, zal het crowdfundingplatform dan ook over een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies moeten beschikken. Ook kan de onderneming met een AFP-vergunning opteren voor een vergunning als beursvennootschap.

Echter blijkt dat uit de lijsten² die de FSMA en de Nationale Bank van België respectievelijk publiceerde inzake vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies en beursvennootschappen, dat geen enkele ondernemingen met een AFP-vergunning op deze lijsten voorkomt. Hieruit kan aldus geconcludeerd worden dat geen van de alternatieve-financieringsplatformen in België de beleggingsdiensten zoals toegelaten onder de Crowdfundingwet aanbieden.

Een tweede situatie kan zich ook manifesteren wanneer een vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of een beursvennootschap binnen haar bestaand dienstenpakket alternatieve-financieringsdiensten zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet wenst aan te bieden. Deze vennootschappen vallen onder het begrip “gereguleerde ondernemingen” van de Crowdfundingwet waarbij het deze ondernemingen toegelaten is deze alternatieve-financieringsdiensten van rechtswege aan te bieden, mits voorafgaandelijke in kennisstelling van de FSMA. Ook in deze situatie kunnen we op de lijst inzake gereguleerde ondernemingen die het voornemen hebben meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten, geen enkele beursvennootschap of vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies terugvinden die dit voornemen heeft meegedeeld en bijgevolg alternatieve-financieringsdiensten zouden mogen aanbieden op Belgisch grondgebied.

² Bijlage 2 en 3

Waar deze twee onderscheiden situaties zich vanuit een theoretische benadering aldus zouden kunnen voordoen, kan men de relevantie hiervan in de praktijk ten stelligste nuanceren.

Onderstaand bespreken we evenwel nog kort de twee onderscheiden vergunningen. Hieruit zal dan ook blijken dat de activiteitenwaaier van deze ondernemingen buiten de scope van alternatieve-financieringsdiensten valt. Wanneer deze ondernemingen toch alternatieve-financieringsdiensten zouden willen exploiteren, kan dit zoals eerder aangehaald wel onder zeer gunstige toegangsvoorwaarden.

6.2.2.4.1.1 Vergunningen als beursvennootschap

De vergunning als beursvennootschap dient aangevraagd te worden bij de Nationale Bank van België conform de regels en voorwaarden zoals vastgesteld in artikel 492 tot 496 van de Wet van 25 april 2014 aangaande het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen, ook wel Bankenwet in de volksmond genaamd. Hierbij geldt de vergunning als beursvennootschap voor alle beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten en nevendiensten zoals bedoeld onder artikel 2 van de Beleggingsdienstenwet.

Waar de wetgever onder de Beleggingsdienstenwet, de ondernemingen met het specifiek statuut van beursvennootschap, bekomen onder de Bankenwet, toelaat om beleggingsdiensten aan te bieden, kan de relevantie van het voorkomen van deze vergunning in het kader van crowdfunding ten stelligste genuanceerd worden. Zoals onderstaand zal blijken hebben beursvennootschappen binnen de scope van de Bankenwet een hele andere doelstelling of activiteitenwaaier dan het louter uitoefenen van alternatieve-financieringsdiensten. Niettegenstaande het feit dat indien dergelijk beursvennootschappen het voornemen hebben alternatieve-financieringsdiensten te wensen ontwikkelen, deze van rechtswege, mits voorafgaande kennisgeving aan de FSMA, dergelijke activiteiten mogen uitoefenen.

Om deze stelling verder te kaderen zullen we vooreerst kijken naar wat de Bankenwet onder het begrip “beursvennootschap” bedoeld. Artikel 1, §3 Bankenwet poneert namelijk dat een beursvennootschap in eerste instantie een beleggingsonderneming naar Belgisch of buitenlands recht is, waarvan de werkzaamheden bestaan in het verrichten van (1) beleggingsdiensten zoals:

- het handelen voor eigen rekening;
- het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie;
- het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie;
- het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten;
- het uitbaten van georganiseerde handelsfaciliteiten;

en (2) volgende nevendiensten:

- de bewaring en het beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarnemingsdiensten en hiermee samenhangende diensten zoals contanten- en/of zekerhedenbeheer en met uitzondering van het centraal aanhouden van effectenrekeningen op het hoogste niveau;
- de verstrekking van kredieten of leningen aan een belegger om deze in de mogelijkheid te laten verkeren een transactie in één of meer financiële instrumenten te verrichten, bij welke transactie de onderneming die het krediet of de lening verstrekt, betrokken is;
- valutawisseldiensten voor zover deze in onderliggend verband staan met het verrichten van beleggingsdiensten;
- diensten met betrekking tot het overnemen van financiële instrumenten.

Daarnaast maakt artikel 486 van de Bankenwet ook gewag van een verder definiëring van het begrip “kleine beursvennootschap” en “significante beursvennootschap”. Vooreerst dient men onder kleine beursvennootschap, een beursvennootschap te verstaan die (1) een totaal bedrag van minder dan of gelijk aan 5 000 000 000 euro aan financiële instrumenten gedurende twee opeenvolgende boekjaren in bewaring heeft en (2) ten minste aan twee van volgende criteria voldoet:

- een gemiddeld aantal werknemers van minder dan 250 personen gedurende het betrokken boekjaar;
- een balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43 000 000 euro;
- een jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50 000 000 euro.

Daarnaast wordt een significante beursvennootschap omschreven als een systeemrelevante beursvennootschap of een beursvennootschap die niet meer voldoet aan ten minste twee van de voorheen aangehaalde criteria.

Indien we zoals reeds geponeerd kijken naar de lijst³, zoals bedoeld onder artikel 6 Crowdfundingwet, gepubliceerd op de website van de FSMA van gereguleerde ondernemingen naar Belgisch recht die het voornemen hebben meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten, kunnen we besluiten dat geen enkele onderneming met het statuut van beursvennootschappen alternatieve-financieringsdiensten in België aanbiedt. Ook vice versa heeft geen enkele onderneming complementair aan de AFP-vergunning het statuut van beursvennootschap.

Omwille van bovenstaande beweegredenen zullen we in wat volgt geen verdere aandacht meer besteden aan het statuut van beursvennootschap.

(Beleggingsdienstenwet, 2016)

6.2.2.4.1.2 Vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies

Daarentegen dient de vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies volgens artikel 16 Beleggingsdienstenwet aangevraagd te worden bij de FSMA. Met deze vergunning kunnen enkel volgende beleggingsdiensten en nevendiensten uitgeoefend worden:

- (1) het ontvangen en doorgeven van orders;
- (2) het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten;
- (3) vermogensbeheer;
- (4) beleggingsadvies;
- (5) de advisering aan ondernemingen aangaande kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsook advisering en dienstverrichting op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen;
- (6) onderzoek op beleggingsgebied en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten en;
- (7) de beleggingsdiensten en -activiteiten zoals hierboven bedoeld, alsook de nevendiensten die verband houden met de onderliggende waarde van de derivaten die kaderen binnen artikel 2, eerste lid, 1°, e), f), g) en j) van de Wet van 2 augustus 2002, wanneer verstrekt in samenhang met de verstrekking van beleggings- en nevendiensten.

³ Bijlage 4

Net zoals onder de Crowdfundingwet, voorzag de wetgever bij de opmaak van de Beleggingsdienstenwet eveneens in een lijst van vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies. Weerom kan er op deze lijst geen onderneming met een AFP-vergunning teruggevonden worden. Ook vice versa heeft geen enkele vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies het voornemen meegedeeld om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden in België.

(Beleggingsdienstenwet, 2016)

6.2.2.5 Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding

Gelet op het feit dat een crowdfundingplatform vóór de invoering van de Crowdfundingwet, mogelijks ressorteerde onder de Beleggingsdienstenwet van 25 oktober 2016 of de vroegere Wet beleggingsondernemingen van 6 april 1995, aangezien deze platformen een “vorm van beleggingsdiensten- en activiteiten” exploiteren, leiden bovenstaande elementen en de invoering van de AFP-vergunning als specifiek statuut voor aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten ons tot de eenvoudige conclusie dat de Beleggingsdienstenwet in de praktijk huidig weinig tot geen relevantie meer kent in het kader van crowdfunding.

Echter kunnen de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies en de beursvennootschappen ervoor opteren om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden, weliswaar onder flexibele toegangsvoorwaarden. Evenwel blijven deze beleggingsondernemingen ressorteren onder respectievelijk de Beleggingsdienstenwet en de Bankenwet wat betreft de vergunningsvoorwaarden, bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden en dergelijke meer. Deze dienen zich dan ook niet expliciet te conformiseren met de bepalingen onder de Crowdfundingwet, aangezien zij reeds over een specifieke en een door de wetgever geschikt geacht statuut beschikken om alternatieve-financieringsdiensten aan te bieden. Niettegenstaande het feit dat deze ondernemingen zich wel moeten houden aan de andere bepalingen die onder de Crowdfundingwet op hen van toepassing zijn.

Zoals evenwel aangekaart, lijkt de omgekeerde situatie waarbij een onderneming met een AFP-vergunning een vergunningsprocedure zou doorlopen om het statuut van vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of beursvennootschap zou verkrijgen, ons helemaal uit den boze. Daarbij is gebleken dat geen van de ondernemingen met een AFP-

vergunning is opgenomen op de lijst van vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of de lijst van beursvennootschappen.

Huidig is het dan ook duidelijk welke beweegredenen de wetgever had bij de invoering van de Crowdfundingwet, namelijk het creëren van rechtszekerheid omtrent onder welk statuut een crowdfundingplatform al dan niet valt en een eventuele geforceerde kwalificatie onder de Beleggingsdienstenwet naar de toekomst te vermijden.

6.2.3 PSD2-wet

6.2.3.1 *Ratio legis*

Naast de verwijzing naar de Prospectuswet en Beleggingsdienstenwet in haar mededeling van 2012 omtrent de reglementering van crowdfunding bood de FSMA ook specifieke aandacht aan de Wet betreffende het statuut van de betalingsinstellingen en van de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdienstaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld en de toegang tot betalingssystemen van 21 december 2009.

Verder werd de Wet van 21 december 2009 “PSD1-wet” recent opgeheven en vervangen door de Wet van 11 maart 2018, ook wel de “PSD2-wet” genaamd. De PSD2-wet voorziet namelijk in de omzetting van de prudentiële aspecten van de Payment Service Directive (EU) 2015/2366 naar Belgisch recht. Volgens artikel 1 regelt de PSD2-wet de oprichting, werkzaamheden en het toezicht op in België bedrijvige betalingsinstellingen en instellingen voor elektronisch geld. Ook werd in een regeling voorzien omtrent bepaalde verplichtingen die gelden voor de verschillende categorieën van betalingsdienstenaanbieders en de toegang tot betalingssystemen.

Daarenboven dient men volgens de FSMA in het kader van crowdfunding evenwel in bepaalde gevallen rekening te houden met de PSD2-wet. De relevantie van de PSD2-wet, gerelateerd aan crowdfunding, moet men dan ook zoeken in de situatie waar het crowdfundingplatform betalingsdiensten presteert zoals bedoeld onder deze wet. De wet voorziet namelijk in een regeling voor betalingsdiensten en neemt een voorbehoud betreffende het uitvoeren van geldtransfers of betalingsverrichtingen ten aanzien van welbepaalde ondernemingen met een specifiek statuut.

Overigens geldt er een specifieke vergunningsplicht voor ondernemingen die betalingsdiensten wensen te verlenen. Artikel 9 van de PSD2-wet bepaalt namelijk dat ondernemingen die geldtransfers of betalingsverrichtingen willen uitvoeren het statuut van betalingsinstelling moet verkrijgen bij de Nationale Bank van België. Belangrijk is het dus voor een crowdfundingplatform om uit te maken of men al dan niet onder het toepassingsgebied van de PSD2-wet ressorteert en bijgevolg al dan niet over de noodzakelijke vergunning dient te beschikken. Een crowdfundingplatform kan per slot van rekening fungeren als een tussenpersoon voor het verzamelen en transfereren van gelden tussen investeerders en ondernemingen. Artikel 149, §1, 2° PSD2-wet voorziet namelijk in strafrechtelijke sancties bij het niet in bezit zijn van de noodzakelijke vergunningen.

(Eubelius, 2018)

6.2.3.2 Betalingsdiensten

Zoals eerder aangehaald vormt het begrip “betalingsdienst” een essentieel element in de beoordeling of ten eerste een crowdfundingplatform al dan niet betalingsdiensten uitvoert en derhalve dient te beschikken over de nodige vergunningen. Hierbij omvat artikel 2, 1° PSD2-wet in een verwijzing naar de in Bijlage I.A bedoelde betalingsdiensten.

De wetgever heeft dan ook in Bijlage I.A 7 vormen van betalingsdiensten opgenomen die onder de PSD2-wet in ogenschouw dienen genomen te worden. Vervolgens dient men onder het begrip “betalingsdienst” (1) diensten die het mogelijk maken contanten op een betaalrekening te storten, alsmede alle verrichtingen die voor het beheren van een betaalrekening vereist zijn, (2) diensten die het mogelijk maken contanten van een betaalrekening op te nemen, alsmede alle verrichtingen die voor het beheren van een betaalrekening vereist zijn, (3) betalingstransacties op een betaalrekening bij de betalingsdienstaanbieder van de gebruiker of bij een andere betalingsdienstaanbieder, (4) betalingstransacties waarbij de geldmiddelen zijn gedekt door een kredietlijn die aan de betalingsdienstgebruiker wordt verstrekt, (5) uitgifte van betaalinstrumenten en/of acceptatie van betalingstransacties, (6) geldtransfers, (7) betalingsinitiatie en (8) rekeninginformatie te verstaan.

Volgens Borgerhoff en Bytterbier (2016) moet men hoofdzakelijk in het kader van crowdfunding aandacht besteden aan de zogenaamde “geldtransfers” en “betalingstransacties”.

Een geldtransfer wordt namelijk gedefinieerd door de wet *“als een en betalingsdienst waarbij, zonder opening van betaalrekeningen op naam van de betaler of de begunstigde, van een betaler geldmiddelen worden ontvangen met als enig doel het daarmee overeenstemmende bedrag over te maken aan een begunstigde of aan een andere, voor rekening van de begunstigde handelende betalingsdienstaanbieder, en/of waarbij de geldmiddelen voor rekening van de begunstigde worden ontvangen en aan de begunstigde beschikbaar worden gesteld”*.

Daarnaast vormen betalingstransacties door of voor rekening van de betaler of door de begunstigde geïnitieerde handeling waarbij geldmiddelen worden gedeponereerd, overgemaakt of opgenomen, ongeacht of er onderliggende verplichtingen tussen de betaler en de begunstigde zijn.

Beide betalingsdiensten zijn aldus denkbaar in het kader van crowdfunding. In deze situatie treedt het crowdfundingplatform niet alleen op als bemiddelaar en contactpersoon, maar ook als tussenpersoon bij het overmaken van de opgehaalde bedragen. Bijgevolg dient het crowdfundingplatform te beschikken over een vergunning als betalingsinstelling en mag zij publiekelijk gebruik maken van de term “betalingsinstelling”. Ook zou het crowdfundingplatform bij deze transfer van gelden beroep kunnen doen op een derde partij die hiervoor instaat.

(PSD2-wet, 2018)

6.2.3.3 Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding

Uit bovenstaande uiteenzetting kunnen we concluderen dat de gevolgen voor de projecthouder van een crowdfundingcampagne nihil zijn en deze wetgeving weer mogelijks van toepassing kan zijn op crowdfundingplatformen. Anders brengen de formaliteiten omtrent de betalingsinstellingen onder de PSD2-wet met zich met dat het crowdfundingplatform zou moeten beschikken over een bijkomende vergunning. Hierbij vormt het beschikken over deze

vergunning een essentieel document in het willen aanbieden van betalingsdiensten als crowdfundingplatform.

Voorafgaand aan het bekomen van deze vergunning dient het crowdfundingplatform het vergunningstraject zoals bepaald in de PSD2-wet te doorlopen. Dit traject start met de vergunningsaanvraag zoals verduidelijkt in artikel 10 waarbij de indienende partij via een administratief dossier moet aantonen dat men rederlijkerwijs voldoet aan de voorwaarden gesteld door de Nationale Bank om het statuut van betalingsinstelling te verkrijgen.

Van deze ondernemingen die het statuut van betalingsinstelling hebben verkregen, houdt de Nationale Bank van België weerom een lijst⁴ bij. In deze lijst valt ook geen enkele onderneming met een AFP-vergunning waar te nemen, waar aldus de relevantie van de PSD2-wet ten aanzien van crowdfundingplatformen ook ten stelligste genuanceerd moet worden. De reden hiertoe kan gezocht worden in het feit dat het bekomen van een vergunning als betalingsinstelling onderworpen is aan strenge voorwaarden, alsook de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden onder de PSD2-wet dwingende geregeld zijn. Indien het crowdfundingplatform evenwel het voornemen zou hebben om om welke reden dan ook betalingsdiensten zoals bedoeld onder de PSD2-wet aan te bieden, zou ze andermaal over een bijkomende vergunning als betalingsinstelling dienen te beschikken. Een plausibel effect is dan ook dat crowdfundingplatformen in de praktijk deze diensten niet zullen faciliteren, maar beroep doen op een derde partij of betalingsinstelling zodoende de fondsen te kunnen overdragen aan de projecthouder.

6.2.4 ICB-wet

6.2.4.1 *Ratio legis*

Tenslotte hechtte de FSMA in haar oorspronkelijke mededeling van 2012 omtrent de reglementering van crowdfunding opmerkelijke belangstelling aan de Wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles. Deze wet werd ondertussen opgeheven en vervangen door de Wet van 3 augustus 2012.

De Wet van 3 augustus 2012 of ICB-wet vindt zijn relevantie binnen het kader van crowdfunding wanneer het crowdfundingplatform zich organiseert als een instelling voor

⁴ Bijlage 5

collectieve beleggingen. Het crowdfundingplatform dient dan een Belgische of buitenlandse instelling te zijn waarbij zij tot doel heeft de collectieve belegging van financiële middelen. Aldus moet nagegaan worden of het crowdfundingplatform al dan niet ressorteert onder het toepassingsgebied van de ICB-wet.

Een belangrijk gevolg van het willen uitoefenen van collectieve beleggingen als crowdfundingplatform, is dat men over een zogenaamde bedrijfsvergunning dient te beschikken. Voorafgaand aan het mogen uitvoeren van collectieve belegging dient het crowdfundingplatform zich dan ook in te schrijven bij de FSMA.

Evenwel viseert men hier een zeer specifieke vorm van crowdfunding, waarbij de investeerder principieel niet zelf kan kiezen in welk project men al dan niet investeert, maar deze bevoegdheid bij het crowdfundingplatform ligt.

(Borgerhoff & Byttebier, 2016)

6.2.4.2 Collectieve beleggingen

Wat betreft de definiëring van het begrip “collectieve belegging” dient hieronder het gezamenlijk beheer te worden verstaan waarbij activa door de deelnemers worden gepoold en op discretionaire wijze worden beheerd. Aldus komen de deelnemers niet rechtstreeks tussen in de beheersbeslissingen.

Volgens artikel 9 van de ICB-wet geldt als algemene regel dat iedere instelling voor collectieve beleggingen wordt bestuurd of beheerd volgens het principe van risicospreiding. Hierbij dient de ICB te handelen in uitsluitend belang van de houders van de door de instelling uitgegeven effecten en op zodanige wijze dat het autonoom beheer van de instelling gevrijwaard wordt.

Voornamelijk de schaalvoordelen en diversificatiemogelijkheden aan het collectief beheer van grote beleggingsportefeuilles kan de investeerder een economisch voordeel opleveren.

(ICB-wet, 2012)

6.2.4.3 Implicaties en gevolgen voor financiële crowdfunding

Zoals kan blijken uit bovenstaande uiteenzetting neemt de ICB-wet in het kader van crowdfunding een louter ondergeschikte rol. Zodoende beoogt deze wet een specifieke vorm van crowdfunding, die weinig momentum kent binnen deze alternatieve financieringstechniek. In het overgrote deel van de gevallen kiest de investeerder namelijk zelf in welk project hij wenst te investeren.

Ook houdt de FSMA met betrekking tot de ICB-wet een lijst⁵ bij van ondernemingen die over een vergunning als openbare instellingen voor collectieve belegging naar Belgisch recht beschikken. Weerom valt tussen deze lijst geen van de ondernemingen met een AFP-vergunning te bezichtigen. Dit laat ons ertoe besluiten dat geen enkel crowdfundingplatform collectieve beleggingen uitvoert en de relevantie van de ICB-wet nogmaals ten stelligste genuanceerd moet worden.

Toch zou een crowdfundingplatform gekenmerkt kunnen worden als instelling voor collectieve beleggingen wanneer ze haar financiële middelen aantrekt via een openbaar aanbod van al dan niet verhandelbare rechten van deelneming met als doel de ingezamelde fondsen op collectieve wijze te diversifiëren over verschillende op het platform aangeboden projecten volgens het principe van risicospreiding.

⁵ Bijlage 6

7 Relevante beleggingsinstrumenten inzake financiële crowdfunding

Uit voorgaand hoofdstuk hebben we kunnen afleiden dat de vigerende kapitaalmarktenwetgeving de bewoording beleggingsinstrumenten, financiële instrumenten en effecten door elkaar gebruikt als of het bijna een lieve lust is. Echter hebben we hierbij abstractie proberen te maken tussen deze woorden door te verwijzen naar welke indeling de FSMA hanteert.

Overigens zullen we onder dit hoofdstuk dieper ingaan op de relevante beleggingsinstrumenten die inzake financiële crowdfunding aan de hoofdzaak liggen. Hierbij kunnen we in het kader van equity crowdfunding voornamelijk aandelen terugvinden en bij crowdlending obligaties of gestandaardiseerde leningen.

7.1 Aandelen

Wanneer men tijdens een crowdfundingcampagne investeerders wenst te betrekken in het kapitaal van de onderneming, zal dit in het merendeel van de gevallen gebeuren via de verkoop of uitgifte van aandelen. In deze situatie zitten we dan ook binnen het gegeven van equity crowdfunding waarbij investeerders als het ware mede-eigenaar worden van de onderneming of het project. Dit mede-eigenaarschap brengt dan ook specifieke en niet onbelangrijke gevolgen mee voor de projecthouder, die we onderstaand op summiere wijze wensen aan te halen waarbij we evenwel de nuancering maken dat we geen uitgebreide bespreking van de vennootschapsrechtelijke principes omtrent aandelen beogen.

7.1.1 Wat zijn aandelen?

In de meest elementaire vorm zijn aandelen effecten die uitgeven worden door een onderneming als vergoeding voor een inbreng én een gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen. Hierbij worden in alle courante vennootschapsvormen het kapitaal of de inbreng vertegenwoordigd door aandelen. Afhankelijk van de vennootschapsvorm van de emittent, kunnen de rechten van de aandeelhouders verschillen.

(Vincke et al., 2019)

7.1.2 Lidmaatschapsrechten

De eerste vorm van rechten die aan het aandelenbezit gekoppeld zijn, zijn de zogenaamde lidmaatschapsrechten. Wellicht het belangrijkste recht onder deze categorie betreft het deelnamerecht aan de algemene vergadering en het hieraan verbonden vraagrecht en stemrecht. Het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen bepaald namelijk dat volgende personen het recht hebben om deel te nemen aan de algemene vergadering der aandeelhouders: (1) alle aandeelhouders, ongeacht de vorm van hun effecten en ongeacht of ze al dan niet stemrecht hebben, (2) houders van certificaten die met medewerking van de vennootschap werden uitgegeven, (3) houders van winstbewijzen met stemrecht, (4) houders van converteerbare obligaties, (5) houders van inschrijvingsrechten, (6) leden van het bestuursorgaan en (7) de commissaris. Hierbij zal het vraagrecht wel door iedere van voorgaande partijen uitgeoefend kunnen worden. Anders betreft het stemrecht dat slechts door welbepaalde personen of in welbepaalde gevallen door deze personen zal kunnen uitgeoefend worden.

Vervolgens hebben aandeelhouders een recht op informatie. Dit recht op informatie strekt zich tot het mogen inkijken van de jaarrekening, verslag van het bestuursorgaan en het verslag van de commissaris, indien aangesteld. Daarenboven kan het voorvallen dat voorafgaand aan bepaalde beslissingen, het bestuursorgaan bijzondere verslagen dient ter beschikking te stellen aan de aandeelhouders.

Tenslotte halen we in het bijzonder nog het voorkeurrecht, het recht om een minderheidsvordering in te stellen en het recht om de ontbinding van de vennootschap te vorderen aan.

(Vincke et al., 2019)

7.1.3 Patrimoniale rechten

Naast de lidmaatschapsrechten die aan aandelen verbonden zijn, beschikken aandeelhouders nog over patrimoniale of vermogensrechten. In zijn essentie mogen we stellen dat aandelen een vermogensvoordeel kunnen opleveren aan de aandeelhouder. Dit vermogensvoordeel kan zich ofwel direct manifesteren via een dividenduitkering, dan wel indirect via de waarde appreciatie van de aandelen. Ook kan er sprake zijn van een vermogensvoordeel wanneer er

een kapitaalvermindering plaatsvindt of bij de vereffening en ontbinding van de vennootschap een zogenaamd vereffening- of liquidatieoverschot aanwezig is.

(Vincke et al., 2019)

7.1.4 Certificering

Als laatste wensen we binnen het gegeven van equity crowdfunding nog bijzondere aandacht te besteden aan de techniek van certificering. Bij de certificering van aandelen worden de patrimoniale rechten en lidmaatschapsrechten tijdelijk van elkaar gescheiden. Hierbij worden de aandelen in het merendeel van de gevallen overgedragen aan een rechtspersoon, die de lidmaatschapsrechten zal uitoefenen. Aan de personen die hun aandelen overdragen, zal de desbetreffende rechtspersoon in ruil certificaten overhandigen. Via deze certificaten verbindt de rechtspersoon zich ertoe de opbrengsten of inkomsten uit de aandelen voor te behouden aan de certificaathouders. Belangrijk is dat de certificering kan plaatsvinden met of zonder medewerking van de vennootschap waarop de aandelen betrekking hebben.

Waar het tijdens een equity crowdfundingcampagne de opzet is om een groot aantal aandeelhouders te betrekken in het eigen vermogen van de vennootschap, laat het toepassen van de techniek van certificering toe een deugdelijk bestuur binnen de vennootschap te vrijwaren. Het versnipperde aandeelhouderschap dat na het plaatsvinden van de kapitaalronde via crowdfunding zich manifesteert, kan aldus hierdoor ondervangen worden.

(Vincke et al., 2019)

7.2 Obligaties

Allereerst is het inzake crowdlending een plausibele optie dat de projecthouder een zogenaamde obligatielening uitschrijft. Een obligatielening is namelijk één van de meest gebruikte niet-bancaire financieringsvormen op lange termijn die in de balans van de onderneming wordt ondergebracht binnen het vreemd vermogen.

7.2.1 Wat zijn obligaties?

Aangezien de obligatielening kadert binnen de soorten van effecten dat een onderneming kan uitgeven en aldus de vennootschapswetgeving een sterke aanwezigheid vertoont, voorziet het

huidig Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen frappant genoeg in geen wettelijke verankerde definitie betreffende een obligatoire lening. In de artikelen 5:50, 6:47 en 7:62 WVV van toepassing respectievelijk op de Besloten Vennootschap, Coöperatieve Vennootschap en Naamloze Vennootschap, beperkte de vennootschapswetgever zich tot de bewoording “*een overeenkomst van lening aangaan in de vorm van uitgifte van obligaties*”. Een hieraan verder gaande definitie voorzag de wetgever niet.

Gelet op het gebrek aan een wettelijke definiëring, dienen we dan ook terug te grijpen naar de rechtsliteratuur waarbij Diederik Bruloot en Kristof Maresceau (2017) wijzen op de minder geslaagde pogingen tot definiëring in de rechtsleer waarbij de ene auteur de aandacht vestigt op het eerder (collectieve) leningsaspect van de obligatieovereenkomst en de andere auteur op het effect dat inschrijvers op de obligatielening verkrijgen, maar niet op beiden. Een definiëring die volgens hun voorziet in de meest volledige benadering van een obligatielening vormt deze van Lambrecht en Duplat (2013):

“Un emprunt obligataire est un prêt consenti à un moyen ou à long terme, par une pluralité de créanciers (cocréancier d’une seule et même dette représentant le montant total de l’emprunt), à la suite d’un placement privé ou d’une souscription publique, à une société qui émet en représentation des sommes prêtées un certain nombre de titres négociables conférant chacun des droit de créance identiques.”

Concreet kan uit bovenstaande definiëring afgeleid worden dat een obligatielening een collectieve lening is, die wordt opgesplitst in meerdere effecten (obligaties) waarop één of meerdere partijen kunnen inschrijven. Via de obligatie verkrijgt de inschrijver (de uitlener) een in de regel overdraagbaar effect in handen, dat een schuldvordering op de emittent vertegenwoordigd en waaraan een aantal bijzondere rechten verbonden zijn.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2 Constitutieve elementen van een obligatielening

Resultierend uit bovenstaande begripsomschrijving dienen er drie constitutieve elementen aanwezig te zijn om te kunnen spreken van een obligatoire lening. Louter en alleen wanneer het gaat over (1) een lening die overigens (2) collectief van aard is en (3) vertegenwoordigd wordt door effecten, ook wel obligaties genaamd, verkrijgen zowel de burgerrechtelijk én

vennootschapsrechtelijk regels uitwerking. Is er om welke reden dan ook niet voldaan aan één van deze voorwaarden, dan is er geen sprake van een obligatielening maar van een andere collectieve financieringsvorm.

Een voorbeeld dat dergelijk problematiek kan kaderen, betreft onder andere een collectieve lening waarbij meerdere personen een gemeenschappelijk krediet verschaffen aan een onderneming gepaard gaande met de onmiddellijke afgifte van het verstrekte krediet, maar dat niet vertegenwoordigd wordt door obligaties. Dergelijk lening zal resoluut ressorteren onder de bepaling van het Burgerlijke Wetboek inzake lening, maar mist, door het gebrek aan een uitgifte van obligaties, het karakter van een obligatoire lening waardoor de vennootschapsrechtelijke regels geen uitwerking vinden.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2.1 Lening

Waar de vennootschapswetgever in artikelen 5:50, 6:47 en 7:64 WvV gewag maakt van de notie “overeenkomst van lening”, houdt deze begripsbepaling een impliciete verwijzing in naar artikelen 1874 BW e.v. aangaande de benoemde overeenkomst van lening.

Algemeen stellend wordt er in het Burgerlijk Wetboek een onderscheid gemaakt tussen een zogenaamde “bruiklening” en “verbruiklening” waarbij de differentiëring gestoeld is op de concrete teruggaveverplichting van de ontlener. Samenvattend uit artikelen 1875 en 1892 BW waarin respectievelijk de bruiklening en verbruiklening worden gedefinieerd, wordt een overeenkomst van lening behelst door een persoon (de uitlener) die een zaak afgeeft aan een andere persoon (de ontlener) om daarvan gebruik te maken, onder de verplichting dat de ontlener deze zaak of een gelijksoortige zaak na het gebruik aan de uitlener teruggeeft.

Gelet op het feit dat het WvV in de verwijzing voorziet naar de generieke term “lening”, kan een obligatielening principieel zowel als een verbruiklening en bruiklening gekwalificeerd worden. Waar een bruiklening van oorsprong een overeenkomst om niet is, zal de obligatielening strikt genomen de vorm aannemen van een verbruiklening. Dit louter omwille van het feit dat de economische wetmatigheden verlangen dat de obligatieshouders een vergoeding onder de vorm van interest ontvangen voortvloeiende uit het principe van kredietverstrekking.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2.2 Collectieve karakteristieken

Een obligatielening dient niet alleen te kwalificeren als een verbruiklening in de zin van het Burgerlijk Wetboek, maar moet ook een collectief karakter met zich meedragen. Zo moeten alle obligaties uitgegeven op grond van dezelfde overeenkomst, onderdeel uitmaken van eenzelfde juridisch instrument, de obligatielening, dat ten aanzien van de emitterende onderneming een globale schuld uitmaakt. Het collectief karakter spruit aldus enerzijds voort uit het feit dat de obligatievoorwaarden, waaraan de obligatielening onderworpen is, alle aspecten van de rechtsverhouding tussen emittent en obligatiehouder niet op individuele, maar op collectieve wijze regelen.

Waar de inschrijvingen op een obligatielening principieel door meerdere personen dient te gebeuren, doet het loutere feit dat er slechts door één persoon wordt ingeschreven geen afbreuk aan het collectieve karakter. Artikelen 5:50, 6:47 en 7:62 WvV maken immers notie van de bewoording “een overeenkomst van lening aangegaan in de vorm van uitgifte van obligaties” waarbij anderzijds de collectieve voorwaarde voltrokken wordt wanneer er meerdere obligaties binnen een en dezelfde obligatielening worden uitgegeven. Verschillende scenario's dienen hier indachtig te worden genomen zoals bijvoorbeeld de situatie waarbij alle obligaties bij een financiële instelling worden geplaatst en deze voor de verdere verkoop het commerciële risico opzich neemt.

Overigens kan het collectieve karakter van een obligatielening aanzien worden als de kracht achter dit beleggingsinstrument. De emitterende onderneming kan immers door één overkoepelende overeenkomst een veelvoud aan contractuele relaties beheersen die tussen de emittent en de obligatieshouders spelen. Inherent aan de initiële inschrijving op de obligatielening of latere overname van één of meerdere obligaties, treedt men als potentiële obligatiehouder toe tot de contractuele voorwaarden die in de gemeenschappelijke obligatieovereenkomst zijn bedongen.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

Als laatste wijzen Diederik Bruloot en Kristof Maresceau (2017) op een belangrijk inzicht dat iedere obligatiehouder nog steeds op individuele wijze een contractspartij blijft bij de obligatielening. Principieel sluit iedere obligatiehouder immers een afzonderlijke leningsovereenkomst af met de emittent waarbij de voorwaarden en modaliteiten van zijn individuele leningsovereenkomst echter wel zijn vastgelegd in een overkoepelde obligatieovereenkomst. Bijgevolg en behoudens andersluitende contractuele bepalingen, blijft iedere obligatiehouder als individuele contractpartij het recht behouden om op individuele basis zijn overeenkomst met de emittent te (her)onderhandelen. Wanneer hieromtrent wilsovereenstemming bereikt wordt, zal dit leiden tot de aanpassing van de individuele leningsovereenkomst, die overigens zal afwijken van de overkoepelende obligatieovereenkomst.

7.2.2.3 Vertegenwoordiging door obligaties

Een derde en laatste constitutieve voorwaarde om de kwalificatie als obligatoire lening te bekomen, is dat de lening vertegenwoordigd moet worden door effecten, ook wel obligaties genoemd. Onder de vennootschapswetgeving kunnen obligaties huidig ofwel op naam, dan wel in gedematerialiseerd vorm uitgegeven worden. Worden obligaties op naam uitgegeven, dan dient er een inschrijving te gebeuren in het desbetreffende register van obligaties op de zetel van de vennootschap. Kiest men voor gedematerialiseerde obligaties, dan vertegenwoordigd een inschrijving op een effectenrekening en het hieraan gepaard gaande rekeningafschrift het bewijsstuk van eigendom.

Een belangrijk gevolg aan het feit dat de geleende geldsom opgesplitst wordt in meerdere effecten, die principieel vrij overdraagbaar zijn, is dat de obligatielening de vorm van beleggingsinstrument aanneemt. Door de loutere wilsovereenstemming voor obligaties op naam of de overschrijving van rekening naar rekening in het kader van gedematerialiseerde obligaties, verkeren obligatiehouders in de mogelijkheid hun obligaties en de daaraan verbonden schuldvorderingen over te dragen aan een andere partij.

Samenvattend kan er derhalve geen obligatielening tot stand komen zonder de uitgifte van obligaties. Zolang deze uitgifte van obligaties zich niet heeft voorgedaan, kunnen we slechts spreken van een klassieke (collectieve) lening. Gelet op de elementaire principes van een lening, ontstaat de lening reeds op het ogenblik van afgifte van de geleende zaak, maar verkrijgt deze lening slechts het statuut van obligatoire lening bij de uitgifte van de werkelijke

effecten. Echter zullen deze twee afzonderlijke momenten, praktisch via het inlassen van de noodzakelijke contractuele bepalingen in de obligatiesovereenkomst wel samenvallen.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.1 Wie mag er obligaties uitgeven?

Wat betreft de kwalificatie van de uitgiftegerechtigde personen halen Diederik Bruloot en Kristof Maresceau (2017) in hun werkstuk aan dat principieel alle *vennootschappen met rechtspersoonlijkheid* een overeenkomst van lening kunnen aangaan in de vorm van de uitgifte van obligaties, zolang een andere wettelijk bepaling dit niet verbiedt. Niettegenstaande het feit dat de uifgiftemogelijkheid in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen wettelijk werd verankerd voor de BV, CV en NV, spruit het recht om als andere benoemde rechtspersoon onder het WVV een obligatoire lening uit te schrijven voort uit de gemeenrechtelijke kwalificatie van de obligatielening.

Een obligatielening valt burgerrechtelijk gezien louter te kwalificeren als een verbruiklening op interest, gepaard gaande met de hierboven aangehaalde specifieke kenmerken. Aangezien ieder rechtssubject, voor zover het rechtsbekwaam is en behoudens andersluitende wettelijke bepalingen, in de mogelijkheid verkeert rechtshandelingen te stellen, kan het principieel ook een benoemde overeenkomst zoals een verbruiklening en de hieraan parallel lopende obligatielening aangaan.

Uit bovenstaande feitenconstellatie kan men concluderen dat de wetgever het voor sommige vennootschapsvormen wenselijk geacht vond om begeleidende maatregelen in het leven te roepen ter bescherming van de obligatiehouder gelet op de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders die welbepaalde vennootschapsvormen genieten. Het niet voorzien van een *lex specialis* inzake obligatoire leningen voor andere vennootschappen kan dan ook wellicht in verband gebracht worden met de vaststelling dat deze vennootschapsvormen praktisch minder snel tot de uitgifte van obligaties zullen overgaan en de bescherming van de obligatiehouders principieel voortvloeit uit de onbeperkte aansprakelijkheid.

Daarnaast voorzag de vennootschapswetgever in artikel 1:5 WVV in de bepaling dat de maatschap de enige vennootschapsvorm is zonder rechtspersoonlijkheid. Vennootschappen zonder rechtspersoonlijk kunnen geen obligaties uitgeven. De eenvoudige verklaring hiervoor

valt te zoeken bij het feit dat ze geen drager zijn van eigen rechten en plichten en aldus geen rechtshandelingen kunnen stellen.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2 Soorten obligaties

Inherent aan de populariteit van een beleggingsinstrument is de mutatie van dit instrument in verscheidene andere varianten. Ook in het geval van obligaties kan men verschillende types onderscheiden waarbij sommige desgevallend een wettelijke basis kregen en andere louter zijn gegroeid in de praktijk. Men beschikt dan ook als vennootschap over een relatief grote contractuele vrijheid aangaande de samenstelling van de modaliteiten. De beperkingen waarmee men bij de uitgifte van een obligatielening rekening dient te houden zijn de dwingende regels aangaande de verbruiklening zoals vervat in het Burgerlijk Wetboek en de dwingende vennootschapsrechtelijke bepalingen.

Verder zullen we in onderstaande paragrafen abstractie maken van twee soorten obligaties die door de vennootschapswetgever vorm werden gegeven in het WVV en die praktisch binnen het kader van financiële crowdfunding een rol van betekenis kunnen spelen. We hebben het dan namelijk over de gewone of de “plain vanilla-obligatie” en de converteerbare obligatie.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2.1 Gewone obligaties

De gewone obligatie is het standaardtype effect dat binnen de scope van obligatoire leningen uitgegeven kan worden en overigens beschikt over alle burgerrechtelijke en vennootschapsrechtelijke rechten. Deze rechten vertalen zich tot de essentie zelf van een obligatielening waarbij (1) de terugbetaling dient te geschieden van het uitgeleende kapitaal, (2) er een recht op vergoeding of interest ontstaat en (3) de obligatiehouder geniet van de zogenaamde “associatieve rechten” zoals toegekend door het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Dit betreft onder andere het stemrecht op de algemene vergadering der obligatiehouders, het deelnamerecht aan en in welbepaalde gevallen stemrecht op de algemene vergadering der aandeelhouders en het recht op informatie. Zoals reeds opgevat

kan een gewone obligatie principeel door alle vennootschappen met rechtspersoonlijkheid worden uitgeven.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.2.2.2 Converteerbare obligaties

Naast de gewone obligatie kan een converteerbare obligatie binnen het gegeven van financiële crowdfunding in welbepaalde gevallen ook soelaas bieden voor de financiering van een project. De mogelijkheid tot uitgifte van een converteerbare obligatie is in vergelijking met een gewone obligatie onderhevig aan meer beperkingen van vennootschapsrechtelijke aard. Zo heeft de vennootschapswetgever in artikelen 5:53 en 5:54 WvV voor de BV en 7:65 en 7:66 WvV voor de NV uitdrukkelijk voorzien in de mogelijkheid om converteerbare obligaties uit te geven. Voor de Coöperatieve Vennootschap werd nergens in een verbodsbepalingen voorzien, zodat gesteld mag worden dat de uitgifte van een converteerbare obligatie theoretisch wel mogelijk is.

Bij een converteerbare obligatie vertegenwoordigen de drie elementaire bestanddelen zoals aangehaald onder de gewone obligatie ook het basisconcept, maar de obligatiehouder verkrijgt als het ware een additioneel recht namelijk het conversierecht. Via het conversierecht beschikken obligatiehouders over de mogelijkheid hun obligaties om te zetten in aandelen van de vennootschap onder de voorwaarden en op de tijdstippen die in de obligatievoorwaarden werden bepaald. Bij de uitoefening van het conversierecht verandert het vennootschapsrechtelijke statuut van schuldeiser dat aan de obligatiehouder werd toegekend in dat van aandeelhouder.

Als laatste onder deze noemer wensen we nog een blik te werpen omtrent hoe dit conversierecht juridisch bewerkstelligd wordt. Bij de beslissing tot uitgifte van converteerbare obligaties wordt er namelijk gebruik gemaakt van de techniek van de uitgesteld, voorwaardelijke kapitaalverhoging waarbij de verhoging van het maatschappelijk kapitaal slechts uitwerking krijgt indien één of meerdere obligatiehouders het conversierecht uitoefenen. Daarnaast kunnen we deze conversie vennootschapsrechtelijk kwalificeren als de inbreng van een schuld in natura.

(Bruloot & Maresceau, 2017)

7.3 Gestandaardiseerde leningen

Binnen het wezen van crowdlending is het evenwel mogelijk om naast obligaties te opteren voor een gestandaardiseerde lening. Volgens de FSMA wordt een lening als gestandaardiseerd beschouwd indien er niet over de wezenlijke bestanddelen van de lening kan worden onderhandeld. Bijgevolg zijn alle investeerders onderworpen aan dezelfde modaliteiten bij de inschrijving op eenzelfde lening. Praktisch worden modaliteiten zoals looptijd, rente en algemene voorwaarden gestandaardiseerd. Het enige wezenlijke bestanddeel dat van investeerder tot investeerder kan verschillen is het ingelegde bedrag.

Verder kan in tegenstelling tot een klassieke lening, een gestandaardiseerde lening gekwalificeerde worden als beleggingsinstrument, dan wel specifiek als financieel instrument. Het verschil in kwalificatie is gestoeld op het gegeven of de gestandaardiseerde lening al dan niet een verhandelbaar karakter heeft. Een niet-verhandelbare lening kan wettelijk gezien geen financieel instrument uitmaken, maar wel een beleggingsinstrument. Een beleggingsinstrument is immers ieder instrument dat een financiële belegging mogelijk maakt. Bijgevolg kan een niet-verhandelbare gestandaardiseerde lening gecatalogeerd worden onder "andere beleggingsinstrumenten".

Wanneer evenwel wordt voorzien in de overdraagbaarheid van de leningsovereenkomst, verkrijgt de in casu gestandaardiseerde lening een verhandelbaar karakter. Bijgevolg promoveert het voorheen benoemde beleggingsinstrument zich tot een financieel instrument. Verder kan er redelijkerwijs geacht worden dat gestandaardiseerde leningen die via een crowdfundingplatform aangeboden worden, geacht verhandelbaar en vrij over te dragen zijn van de ene investeerder naar de andere investeerder.

(FSMA, z.d.)

8 Fiscaalrechtelijk kader inzake financiële crowdfunding

Naast de inspanningen van de Belgische wetgever om de hierboven besproken rechtskaders reeds in lijn te brengen met de noodzakelijk flexibiliteit verbonden aan het concept van crowdfunding, bleef het fiscaalrechtelijk optreden evenwel niet onopgemerkt. Crowdfunding was dan ook voor Michel I zodanig van belang dat in het regeerakkoord van 9 oktober 2014 de bepaling werd opgenomen dat de regering de financiering via crowdfunding verder zal stimuleren en de activiteiten van crowdfundingplatformen beter zal omkaderen. Wat aldus de fiscale behandeling van bepaalde crowdfundingactiviteiten betreft, heeft de Belgische wetgever deze belofte wensen na te komen via de invoering van een pakket fiscale voordelen voor startende ondernemingen en groeibedrijven via de programmawet van 10 augustus 2015.

Waar het creëren van rechtzekerheid met de aanpassing en invoering van respectievelijk de Prospectuswet en Crowdfundingwet een bijdrage heeft geleverd in de ontwikkeling van crowdfunding als financieringsinstrument, mag de invloed van de fiscaliteit aangaande deze ontwikkelingsgang zeker en vast niet uit het oog worden verloren. Men kan namelijk stellen dat via het al dan niet opzetten van een fiscaalrechtelijk kader, het gedrag van mensen kan gestuurd worden. Hieronder zullen we vervolgens de belangrijkste fiscaalrechtelijke bepalingen inzake crowdfunding aanhalen en bespreken.

8.1 Tax Shelter voor start-ups en scale-ups

Via de programmawet van 10 augustus 2015 heeft de wetgever ertoe besloten om een aantal nieuwe fiscale maatregelen in te voeren waaronder de “tax shelter voor startende ondernemingen”. Deze fiscale maatregel is terug te vinden in artikel 145/26 WIB 1992 en zorgt ervoor dat wanneer natuurlijke personen instappen in het kapitaal van een startende onderneming, deze onder bepaalde voorwaarden kunnen genieten van een belastingvermindering van 30% of zelfs 45% in de personenbelasting. De instap in het kapitaal van een startende onderneming kan ofwel rechtstreeks, dan wel onrechtstreeks of via een crowdfundingplatform of startersfonds bewerkstelligd worden.

Met deze fiscale maatregel beoogde de wetgever investeringen in startende ondernemingen aan te moedigen en de zogenaamde “funding gap” via het mobiliseren van particulier vermogen te verkleinen. Zoals eerder aangehaald in deze bachelorscriptie ondervinden kmo's

sinds de financiële crisis van 2008 steeds meer moeilijkheden bij het verkrijgen van financiering.

Een vervolg op de tax shelter voor startende ondernemingen werd ingevoerd met de Wet van 26 maart 2018 aangaande de versterking van de economische groei en de sociale cohesie. Aangezien net zoals startende ondernemingen, groeibedrijven geconfronteerd kunnen worden met de voorheen aangehaalde financieringsproblematiek, leek het niet onwenselijk geacht een “tax shelter voor groeibedrijven” op poten te zetten. Groeibedrijven zijn ook vaak onderworpen aan onzekerheden, die de toekenning van financiering via traditionele kanalen kan bemoeilijken.

Waar de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven vele gelijkenissen vertonen aangaande de voorwaarden en modaliteiten, kan de belastingsbetaler bij de investering in het aandelenkapitaal van een groeibedrijf rekenen op een federale belastingsvermindering van 25%. Afleidende uit de memorie van toelichting spelen groeibedrijven een niet te onderschatten rol bij de creatie van arbeidsplaatsen en dragen ze toe tot een economische dynamiek.

Tenslotte wensen we een belangrijke nuancering te maken vooraleer werkelijk over te gaan naar de inhoud van deze tax shelters. Deze tax shelters vinden hun toepassing op een investering in het aandelenkapitaal van een startende onderneming of groeibedrijf. De investering in aandelen en de hierbij horende tax shelters vallen dan ook binnen het gegeven van crowdfunding te kwalificeren onder het segment van equity crowdfunding.

8.1.1 Investeerdersprofiel

Vooreerst mag men stellen dat de belastingsvermindering verbonden aan de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven genoten kan worden door een aan de personenbelasting onderworpen Belgisch rijksinwoner – natuurlijk persoon zoals bedoeld in artikel 2 WIB 1992. Bijkomend kan de belastingsvermindering ook genoten worden door een niet-rijksinwoner natuurlijk persoon die onderworpen is aan de personenbelasting van niet-inwoners.

Aangaande het werkelijke investeringsprofiel van deze natuurlijk persoon heeft de wetgever in artikel 145/26, §3, 2° WIB 1992 wel enkele beperkende maatregelen opgelegd. De wetgever

heeft er namelijk voor gekozen om de betalingen voor het verwerven van aandelen, zij het rechtstreeks of onrechtstreeks, in een vennootschap niet te onderwerpen aan deze belastingsvermindering, indien de belastingsplichtige een bedrijfsleider is in deze vennootschap. Via de invoering van de tax shelter werd er evenwel beoogd de investeringen door natuurlijke personen in startende onderneming en groei-bedrijven te stimuleren en aldus geen fiscaal gunstregime op poten te zetten voor de bedrijfsleider. Een beweegreden hiertoe spruit voort uit het feit dat er geen bijkomende fiscale stimulans noodzakelijk is om een bedrijfsleider ertoe aan te zetten in zijn eigen onderneming te willen investeren.

Waar het inzake crowdfunding juist de bedoeling is om een financieringsronde op te halen bij het grote publiek (lees veelal natuurlijke personen), zullen we verder geen gedetailleerde uiteenzetting voorzien aangaande de uitzonderingsbepalingen die in het Wetboek Inkomstenbelasting zijn voorzien, zodoende de bedrijfsleider niet zou kunnen genieten van dit fiscaal voordeel. We beperken ons evenwel tot een summiere weergave van de bepalingen betreffende bedrijfsleiders die de wetgever expliciet heeft voorzien. Men geniet aldus niet van het fiscale voordeel, indien de bedrijfsleider:

- rechtstreeks of onrechtstreeks (via managementvennootschap) op het ogenblik van de kapitaalbreng aangesteld is als bedrijfsleider luidens artikel 32, eerste lid WIB 1992;
- rechtstreeks of onrechtstreeks een bedrijfsleider is, tenzij hiervoor geen vergoeding wordt ontvangen en gedurende 48 maanden na de investering deze voorwaarde wordt gehonoreerd;
- als vaste vertegenwoordiger van een andere vennootschap een opdracht als bestuurder, zaakvoerder, vereffenaar of een gelijksoortige functie waarneemt en weerom gedurende 48 maanden na de investering deze voorwaarde wordt gehonoreerd;
- een aannemings- of lastgevingsovereenkomst heeft afgesloten met een andere vennootschap waarvan hij aandeelhouder is én deze vennootschap de verbintenis is aangegaan om tegen vergoeding een leidende werkzaamheid van dagelijks bestuur, van commerciële, financiële of technische aard op zich te nemen in dat bedrijf.

Naast de bepaling omtrent wie al dan niet de belastingsvermindering kan genieten, voorzagt de wetgever in artikel 145/26, §3, lid 2, 3° WIB 1992 voor startende ondernemingen en artikel 145/27, §2, lid 5, 3° WIB 1992 voor groei-bedrijven in een zogenaamd participatieplafond. Aldus heeft de belastingsvermindering geen uitwerking op betalingen voor het verwerven van aandelen van een vennootschap met betrekking tot het gedeelte van die aandelen waardoor

de belastingsplichtige een participatie van meer dan 30% in het maatschappelijk kapitaal of inbreng van de startende of groeionderneming zou bekomen. Indien de belastingsplichtige toch een participatie verwerft hoger dan 30%, dan heeft de uitsluiting slechts toepassing op het gedeelte boven 30%. De evaluatie van de participatie gebeurt op het ogenblik waarop de investering geschiedt waarbij men ook rekening zal houden met reeds bestaande participaties in de desbetreffende onderneming.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021) (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.1.1 Gekwalificeerde vennootschappen

In vorige paragrafen hebben we reeds abstractie kunnen maken omtrent de al dan niet belastingsvermindering gerechtigde personen waarin de wetgever bij de creatie van dit fiscaal gunstregime voorzag. Doordat startende ondernemingen en groei-bedrijven in het bedrijvenlandschap zich catalogeren binnen een heel specifiek segment van ondernemingen, vond de wetgever het niet onwenselijk geacht de randvoorwaarden te bepalen waaraan deze ondernemingen, ongeacht de investeringswijze, moeten voldoen.

8.1.1.1 Een vennootschap

Vooreerst mogen we onder het veelvuldig gehanteerde begrip “vennootschap” de definiëring zoals bedoeld in artikel 2, §1, 5°, a WIB 1992 in ogenschouw nemen. Luidens dit artikel is een vennootschap, *“enigerlei vennootschap, vereniging, inrichting of instelling die, regelmatig is opgericht, rechtspersoonlijkheid bezit en een onderneming exploiteert of zich bezighoudt met verrichtingen van winstgevende aard”*.

Verder vullen artikelen 145/26, §2, 1° en 145/27, §2, 1° WIB 1992 aan dat de “vennootschap”, ofwel een vennootschap naar Belgisch recht, dan wel een vennootschap die gevestigd is in een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte mag zijn, op voorwaarde dat ze een zoals in artikel 229 WIB 1992 bedoelde vaste inrichting in België heeft.

8.1.1.2 Startende onderneming

Wanneer een investeerder doelbewust wenst te genieten van het belastingsvoordeel voortvloeiende uit de tax shelter voor start-ups, dan zal hij hoe dan ook in een startende

onderneming dienen te investeren. Omtrent de definiëring van het begrip “startende onderneming” heeft de wetgever evenwel voorzien in een duidelijke afbakening.

Concreet kan onder de tax shelter voor start-ups, een investering in een startende onderneming beschouwd worden, als een investering waarbij de aandelen waarop een belastingsplichtige zich inschrijft uitgaat van een vennootschap in oprichting of er een kapitaalverhoging binnen de vier jaar na de oprichting ervan gebeurt. Een bijkomende voorwaarde betreft dat de investeerder de aandelen volledig moet volstorten.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021)

Overigens stipuleert artikel 145/26, §2, lid 2 WIB 1992 dat de vennootschap wordt geacht te zijn opgericht op datum van de neerlegging van de oprichtingsakte ter griffie bij de bevoegde ondernemingsrechtbank. Deze bepaling houdt aldus een impliciete verwijzing in naar het vennootschapsrechtelijke principe waarbij een vennootschap slechts rechtspersoonlijkheid verkrijgt bij het vervullen van de neerleggingsformaliteit. Op deze datum kan de vennootschap zelfstandig, weliswaar via haar organen, acteren binnen het rechtsverkeer.

Een niet onbelangrijke nuance waarin ditzelfde artikel voorziet, is de situatie waarbij de activiteit van de vennootschap bestaat uit de voortzetting van een werkzaamheid die voorheen werd uitgeoefend door een natuurlijk persoon of een andere rechtspersoon. Hierbij voorzagt de wetgever in de bepaling dat de vennootschap geacht wordt te zijn opgericht (1) op het ogenblik van de eerste inschrijving in de Kruispuntbank van Ondernemingen door de natuurlijk persoon, (2) op het moment van de vervulling van de neerleggingsformaliteit van de andere rechtspersoon of (3) bij het bewerkstelligen van een gelijkaardige registratieformaliteit door de natuurlijk persoon of andere rechtspersoon in een andere lidstaat van de EER.

Ten slotte dient bij de kapitaalverhoging gekeken te worden naar de datum van inschrijving op de kapitaalverhoging en niet naar het moment van effectieve storting.

8.1.1.3 Groeibedrijf

Wenst een investeerder het fiscaal voordeel voortvloeiende uit de tax shelter voor scale-ups te genieten, dan zal de onderliggende investering hoe dan ook dienen te gebeuren in een

zogenaamd “groeibedrijf”. Ook omtrent de uiteenzetting van deze modaliteiten, heeft de wetgever in artikel 145/27 WIB 1992 in een reeks van voorwaarden voorzien.

Om de kwalificatie als groeibedrijf te verkrijgen, moet de vennootschap (1) ten minste 10 voltijdse equivalenten tewerkstellen via arbeidsovereenkomsten, (2) een stijging van de jaarmzet van ten minste 10% per aanslagjaar en het aantal voltijdse equivalenten met ook een gemiddelde van 10% per aanslagjaar kennen, bekeken over twee aanslagjaren voorafgaande aan de volstorting van de aandelen. Tot slot moet deze onderneming minimaal 4 jaar en maximaal 10 jaar oud zijn.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.1.1.4 Kleine vennootschap

Een laatste voorwaarde waaraan een startende of groeionderneming dient te voldoen, is aan de criteria van een kleine vennootschap zoals bedoeld in artikel 1:24 WVV. Ook de kleine vennootschap die eveneens voldoet aan de voorwaarden van microvennootschap luidens artikel 1:25 WVV komt in aanmerking voor het regime van de tax shelter.

Aldus stipuleert artikel 1:24 WVV dat een kleine vennootschap, de vennootschappen met rechtspersoonlijkheid zijn die op balansdatum van het laatste afgesloten boekjaar niet meer dan één van volgende criteria overschrijden: (1) een jaargemiddeld personeelbestand van 50, (2) een jaarmzet exclusief de belasting over de toegevoegde waarde van 9 000 000 euro, en (3) een balanstotaal van 4 500 000 euro.

Analoog aan voorgenoemde criteria, wordt onder het begrip “microvennootschap” een kleine vennootschap met rechtspersoonlijkheid verstaan die geen dochtervennootschap of moedervennootschap zijn en die op balansdatum van het laatste afgesloten boekjaar niet meer dan één van onderstaande criteria overschrijden:

- een jaargemiddeld personeelsbestand van 10;
- een jaarmzet exclusief de belasting over de toegevoegde waarde van 700 000 euro;
- een balanstotaal van 350 000 euro.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021) (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.1.2 Investerings

Wat betreft de investering van een natuurlijk persoon in een startende onderneming of groeibedrijf, heeft de wetgever in artikelen 145/26 en 145/27 WIB 1992 hieraan enkele vormvereisten gekoppeld.

Een eerste logische gevolgstrekking aan deze tax shelter, is dat de belastingsplichtige enkel van het belastingsvoordeel zal kunnen genieten indien hij een inbreng in geld doet in een start-up en scale-up die overigens aan bovenstaande voorwaarden voldoet. Als tegenprestatie voor deze inbreng in geld zal de investeerder een aandelenpakket in de start-up of scale-up ontvangen. Verder worden de zogenaamde inbrengen in natura en quasi-inbrengen expliciet door de wet uitgesloten.

Voorts dienen er via deze inbreng in geld, nieuwe aandelen op naam verworven te worden. De verwerving van bestaande aandelen of de uitgifte van gedematerialiseerde aandelen worden ook door de wet uitgesloten. Daarnaast geldt er ten aanzien van de investeerder een volledige volstortingsplicht naar aanleiding van de oprichting van de vennootschap of kapitaalverhoging.

Volgens de memorie van toelichting bij de programmawet van 10 augustus 2015 wordt het niet voldoen aan deze volstortingsplicht zeer streng gesanctioneerd. Wanneer de nieuwe aandelen aldus niet volledig worden volstort, komen geen van deze betalingen in aanmerking voor de belastingsvermindering, niettegenstaande het feit dat de startende onderneming het niet gestorte gedeelte binnen de vier jaar na oprichting van de vennootschap zou opvragen. Ook in het kader van de tax shelter voor groeibedrijven dienen de nieuwe aandelen op het moment van de kapitaalverhoging die plaatsvindt binnen het vijfde tot en met het tiende jaar na oprichting volledig te worden volstort. Samenvattend moeten de nieuwe aandelen bij de uitvoering van de initiële inbrengverbintenis werkelijk én volledig volstort worden. Een volstortingsplicht die zich uitstrekt over een welbepaalde tijdshorizon komt aldus niet in aanmerking om aanspraak te maken op de belastingsvermindering, ongeacht de investeringswijze.

Naast het voorheen aangehaalde participatieplafond, geldt er in het kader van zowel de tax shelter voor startende ondernemingen als groeibedrijven ook een zogenaamd investeringsplafond. Artikelen 145/26, §3 en 145/27, §2 WIB 1992 bepalen namelijk dat de

betalingen voor aandelen, beleggings- of rechten van deelnemingsinstrumenten in gekwalificeerde ondernemingen slechts in aanmerking komen voor de belastingsvermindering tot een gelimiteerd bedrag van 100.000 euro per belastbaar tijdperk én per belastingplichtige.

Bijkomend dient bij de bepaling van dit investeringsplafond rekening gehouden te worden met zowel de investeringen die gedaan zijn onder de tax shelter voor start-ups en scale-ups. Concreet vertaalt dit zich in de situatie waarbij de belastingplichtige in een gegeven belastbaar tijdperk beschikt over een maximaal investeringsbedrag van 100 000 euro dat hij naar eigen inzicht kan alloceren naar een startende onderneming, groeibedrijf of beiden.

Op het niveau van de vennootschap gelden er evenwel andere investeringsplafonds aangaande het maximaal op te halen bedrag. Gedurende het bestaan van een vennootschap kan een onderneming die verkeert binnen haar start-up fase een maximaal bedrag ophalen van 250 000 euro. Anders ligt de grens voor een groeibedrijf die binnen haar bestaan op 500 000 euro.

Een belangrijke nuancering dienen we wel te maken in de situatie waarbij een start-up als het ware is doorgroeid naar het statuut van groeibedrijf en reeds bedragen heeft opgehaald in het kader van de tax shelter voor startende ondernemingen. De reeds opgehaalde bedragen onder de tax shelter voor start-ups dienen dan ook in mindering gebracht te worden van het op te halen bedrag onder het statuut als groeionderneming om zo het maximale investeringsbedrag van 500 000 euro te bepalen. Ter verduidelijking, een onderneming die binnen haar start-up fase reeds een bedrag van 100 000 euro heeft opgehaald onder de tax shelter voor startende onderneming, kan in een groeifase slechts 400 000 euro meer ophalen onder de tax shelter voor scale-ups.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021) (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.1.3 Investeringswijze

Aangaande de investeringswijze dienen we binnen ons crowdfundingverhaal veelal de expliciete bepaling voorzien door de wetgever in artikelen 145/26 en 145/27 WIB 1992 ten aanzien van crowdfundingplatformen indachtig te nemen. Een natuurlijk persoon kan dan ook

op allerlei manieren investeren in een startende of groeionderneming. Hierbij komt zowel een rechtstreekse als onrechtstreekse investering in aanmerking voor de belastingvermindering. Een rechtstreekse investering kan opgevat worden als ofwel een directe investering zonder tussenkomst van een derde-partij, dan wel middels de intermediatie van een crowdfundingplatform. Hierbij is het vereist dat het crowdfundingplatform beschikt over de nodige bedrijfsvergunning verstrekt door de FSMA zoals bedoeld onder de Crowdfundingwet. Overigens kan een onrechtstreekse investering bij een startende ondernemingen gebeuren via een financieringsvehikel, openbaar startersfonds of een private privak. In het kader van groei-bedrijven zijn de laatste twee vermelde investeringswijzen niet van toepassing, waardoor een onrechtstreekse inbreng enkel tot stand kan komen via een financieringsvehikel.

Aldus ligt de keuze van de investeringswijze bij de investeerder, die kan kiezen tussen ofwel een rechtstreekse of onrechtstreekse inbreng. Veelal zal de affiniteit met de onderneming of bedrijfsleider een rol van betekenis hebben. Zo kunnen we denken aan de situatie waarbij een kennis, vriend of naast familielid logischerwijs zal opteren voor een rechtstreekse investering. In het kader van crowdfunding liggen de zaken echter anders waarbij men de financieringsronde houdt, om zoveel mogelijk investeerder te mobiliseren ten behoeve van het ophalen van het vooropgestelde bedrag.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021) (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.1.4 Belastingvermindering

Vooraleer we de aandacht vestigen op de tarieven die geldig zijn in het kader van de tax shelter voor startende ondernemingen en groei-bedrijven, is het belangrijk om aan te halen dat de investeerder slechts van de belastingvermindering in de personenbelasting zal kunnen genieten wanneer voldaan is aan alle bovenstaande voorwaarden die zowel betrekking hebben op de belastingplichtige als op de vennootschap.

Vervolgens gelden er voor de tax shelter voor startende ondernemingen en groei-bedrijven twee onderscheiden tarieven.

Allereerst kan de belastingplichtige bij een investering in een startende onderneming die overigens kwalificeert als "kleine vennootschap" onder het Wetboek van Vennootschappen en

Verenigingen een belastingvermindering genieten van 30% op het werkelijk geïnvesteerde nettobedrag. Concreet vormt dit bedrag het totaal van de werkelijk overgemaakte som aan de startende onderneming waarvoor in ruil een aandelenpakket wordt afgeleverd, exclusief andere kosten zoals het bemiddelingsloon van een crowdfundingplatform en dergelijke.

Anders betreft de fiscale behandeling van de investering die gebeurt onder de tax shelter voor startende ondernemingen in een onder het WVV gekwalificeerde microvennootschap. Wanneer de investering betrekking heeft op een microvennootschap, bedraagt de belastingvermindering waarover de belastingplichtige kan genieten 45%. Voorts is het evenwel belangrijk dat de onderneming zowel voldoet aan de criteria van kleine vennootschap als deze van microvennootschap. Aldus kan de situatie waar een startende onderneming voldoet aan de voorwaarden van microvennootschap maar niet aan deze van een kleine vennootschap niet in aanmerking genomen worden voor de belastingvermindering. Vice versa zal niet de belastingvermindering van 45%, maar deze van 30% zich manifesteren.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021)

Voorts heeft de belastingplichtige slechts recht op de verhoogde belastingvermindering van 45% wanneer er een rechtstreekse inschrijving op aandelen van de startende vennootschap plaatsvindt. Hierbij mogen we voornamelijk denken aan de situatie waarbij de belastingplichtige zelf intekent op aandelen van de vennootschap maar ook wanneer de investering gebeurt via een crowdfundingplatform dat evenwel de financiering kan structureren via een financieringsvehikel. Bij het inwerking treden van de bepalingen onder artikel 145/26 WIB 1992 was het evenwel niet duidelijk of de investeringen die werden gestructureerd via een financieringsvehikel aanspraak konden maken op de verhoogde belastingvermindering van 45%, blijkend uit de parlementaire vraag van Luk Van Biesen op 28 juni 2017 aan toenmalig Minister van Financiën Johan Van Overveldt. Volgens Van Overveldt treedt een dergelijk financieringsvehikel op als een niet-discretionaire tussenpersoon, wat de aanschaffing van aandelen in een startende vennootschap zelf nauw benadert. Concluderend bleek er een onnauwkeurigheid geslopen te zijn bij de wijziging van artikel 145/26 WIB 1992 waarbij de investeringen via een financieringsvehikel toch in aanmerking komen voor het verhoogd belastingvoordeel.

(Belgische kamer van volksvertegenwoordigers vraag nr. 18856, 2017)

Daarnaast wensen we de lezer er nog op te wijzen dat de boekhoudkundige criteria zoals verduidelijkt in artikelen 1:24 en 1:25 WVV, die in aanmerking dienen genomen te worden om al dan niet als “startende onderneming” of “groeibedrijf” te kwalificeren onder de tax shelter, deze zijn van het jaar waarin de inbreng in de vennootschap gebeurt. Bijgevolg heeft een latere wijziging aan dit statuut geen invloed op de belastingsvermindering. Ook dient men rekening te houden met het vennootschapsrechtelijk principe waarbij de overschrijding van meer dan één criteria zich twee achtereenvolgende boekjaren moet manifesteren om aldus een wijziging te weeg te brengen in de kwalificatie van de onderneming als microvennootschap, kleine vennootschap of grote vennootschap.

Tenslotte geldt er onder de tax shelter voor groeibedrijven een andere tarifiering aangaande de belastingsvermindering. Indien weerom aan alle bovenstaande voorwaarden is voldaan, kan de belastingsplichtige onder deze tax shelter genieten van een belastingsvermindering van 25%. De belastingsvermindering wordt hier ook weer berekend op het werkelijk geïnvesteerde nettobedrag waarbij kosten voortvloeiende uit de bemiddelingswerkzaamheden van een crowdfundingplatform en dergelijke buiten beschouwing worden gelaten. Ten opzichte van de tax shelter voor startende onderneming geldt er in deze situatie slechts één tarief in plaats van twee onderscheiden tarieven voor kleine vennootschap en microvennootschappen.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021a)

8.2 Vrijstelling van roerende voorheffing op interesten bij crowdlending

Waar de tax shelter voor startende ondernemingen, ingevoerd via de prorgammawet van 10 augustus 2015, zich tot hoofdzaak richtte op equity crowdfunding, voorzag de wetgever ook een fiscaal gunstregime ten aanzien van crowdlending. Luidens artikel 21, eerste lid, 13° WIB 1992 kan een kredietgever-natuurlijk persoon, die een lening verstrekt ter financiering van een crowdfundingproject van een startende onderneming op een door de FSMA erkend crowdfundingplatform, genieten van een vrijstelling van roerende voorheffing op de interesten van deze lening.

Blijkend uit de memorie van toelichting wordt hier eenzelfde doel beoogd als bij de tax shelter voor startende ondernemingen. Via deze maatregel wenst de wetgever crowdlending te stimuleren bij startende ondernemingen. Net zoals we onder 8.1 “tax shelter voor start-ups en scale-ups” abstractie hebben gemaakt van de randvoorwaarden waarop een belastingplichtig

natuurlijk persoon van dit fiscaal gunstregime kan genieten, zullen we dezelfde methodiek voor dit fiscaal voordeel hanteren.

8.2.1 Profiel van de kredietgever

Wat betreft het profiel van de kredietgever kunnen we vooreerst stellen dat enkel natuurlijke personen in aanmerking komen als kredietgever binnen de scope van dit belastingsvoordeel. Zowel de rijksinwoner – natuurlijk persoon als de niet-rijksinwoner – natuurlijk persoon kunnen genieten van dit fiscaal gunstregime op voorwaarde dat ze handelen buiten enige beroepsactiviteit.

Wat betreft de kredieten die worden verstrekt door een rechtspersoon, kan deze niet genieten van dit fiscaal gunstregime, omwille van het loutere feit dat deze niet ressorteert onder de personenbelasting.

Verder blijkt uit de memorie van toelichting bij de programmawet van 10 augustus 2015 dat onder deze regeling de bedrijfsleider niet uitgesloten werd. Wel dient de bedrijfsleider te handelen als privé persoon wat impliceert dat de bedrijfsleider dient op te treden als natuurlijk persoon buiten enige beroepsactiviteit. Een andere belangrijk voorwaarde die we in het achterhoofd dienen te houden is dat dit belastingsvoordeel specifiek voorzien werd voor leningen die verlopen via een crowdfundingplatform. De lening die de bedrijfsleider verstrekt aan zijn startende onderneming zal dan ook via een crowdfundingplatform moeten verlopen.

Waar de wetgever het belastingsvoordeel met betrekking tot de vrijstelling van roerende voorheffing op interesten bij crowdlending ook van toepassing heeft verklaard ten aanzien van bedrijfsleiders, dienen we de situatie waarbij de bedrijfsleider via een crowdfundingplatform zelf zou investeren in zijn eigen onderneming om een “matig” belastingsvoordeel te genieten ten stelligste te nuanceren. Deze handeling schort immers veelal met de achterliggende reden waarom men beroep doet op crowdfunding. Vooreerst wil een startende onderneming of groeiend bedrijf een crowdfundingcampagne houden doordat de invulling van de financieringsbehoefte via traditionele financiering geen soelaas biedt. Anders mag men ook stellen dat de lancering van een crowdfundingcampagne tot doel heeft fondsen op te halen bij externen waarover de bedrijfsleider zelf meestal niet beschikt. Indien de bedrijfsleider toch zou beschikken over deze middelen, kan er immers redelijkerwijs verwacht worden dat de bedrijfsleider zelf zou investeren in zijn onderneming.

Overigens moeten we binnen de situatie waar een bedrijfsleider een lening verstrekt aan zijn vennootschap ook mogelijks rekening houden met de bepaling die werd opgenomen onder artikel 18, 4° WIB 1992. Dit artikel voorziet namelijk in een mogelijke herkwalificatie van ontvangen interesten in dividenden wanneer een bedrijfsleider zoals bedoeld in artikel 32, eerste lid, 1° WIB een lening verstrekt aan zijn vennootschap. Deze herkwalificatie kan plaatsvinden wanneer (1) de interesten van de lening hoger zijn dan de overeenkomstig geldende marktrente of (2) indien het totaalbedrag van de rentegevende voorschotten hoger is dan de som van de belaste reserves bij het begin van het tijdperk en het gestort kapitaal bij het einde van dit tijdperk.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021b)

8.2.1 Profiel van de kredietnemer

Om als kredietgever van het belastingsvoordeel te kunnen genieten, legt artikel 21, 13° WIB 1992 op dat er een leningsovereenkomst afgesloten moet worden met een kleine vennootschap zoals bepaald onder artikel 1:24 WVV. Waar onder de tax shelter voor startende onderneming nog een onderscheid werd gemaakt tussen kleine vennootschappen en microvennootschappen aangaande het te bekomen belastingsvoordeel, is dit hier aldus niet het geval.

Overigens beoogt dit fiscaal gunstregime startende ondernemingen te helpen bij de invulling van hun financieringsbehoefte. Daarom stipuleert artikel 21, 13°, b) WIB 1992 dat de kredietnemer niet langer dan 48 maanden mag bestaan. Weerom begint deze termijn te lopen vanaf de inschrijving in de Kruispuntbank van Ondernemingen of in een gelijkaardig register in een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte is gebeurd.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021b)

8.2.2 Modaliteiten leningsovereenkomst

Wat betreffen de modaliteiten van de leningsovereenkomst, om als kredietgever van de vrijstelling te kunnen genieten, dient er vooreerst sprake te zijn van een "nieuwe lening". Onder artikel 21, 13°, d) WIB 1992 worden de herfinancieringsleningen dan ook expliciet uitgesloten van deze regeling. Daarnaast voorziet de memorie van toelichting bij de programmawet van

10 augustus 2015 in volgende definiëring aangaande het begrip lening: *“een overeenkomst waarbij de kredietgever aan de kredietnemer een overeengekomen som geld ter beschikking stelt voor een overeengekomen termijn en krachtens dewelke de kredietnemer gehouden is tot de betaling van de interesten die op elke vervaldag verschuldigd zijn aan de kredietgever en tot de terugbetaling van die som binnen de overeengekomen termijn”*.

Waar onder de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven nog werd voorzien in een investeringsplafond ten aanzien van het maximaal op te halen bedrag als onderneming, vinden we hieraangaande geen wettelijke bepaling.

Voorts dient de lening een minimale duurtijd van 4 jaar te hebben. Als uitgangspunt van deze looptijd moet men vertrekken van de datum die wordt verstrekt door het crowdfundingplatform. Noemenswaardig voorzag de wetgever daarbij in geen maximale duurtijd. Aldus mag er binnen de scope van dit fiscaal gunstregime leningsovereenkomsten gesloten worden die zich uitstrekken over een periode die langer is dan 4 jaar. Weliswaar zal de kredietgever nog steeds van de vrijstelling van roerende voorheffing kunnen genieten gedurende de eerste 4 jaar, maar niet de periode erna.

Verder voorzag de wetgever in geen sanctioneringsmechanisme bij de vervroegde terugbetaling van de lening. Hierbij zal de kredietgever zijn bekomen belastingsvoordeel niet verliezen, maar zal louter vanaf de terugbetaling niet meer kunnen genieten van de vrijstelling.

Tenslotte dient er op basis van artikel 21, 13°, c) WIB 1992 een jaarlijks te betalen interest overeengekomen worden. Weliswaar hoeft de interestbetaling volgens de memorie van toelichting jaarlijks te gebeuren, dit mag ook maandelijks, trimestrieel of semstrieel plaatsvinden.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021b)

8.2.1 Erkend crowdfundingplatform

Waar de invoering van dit fiscaal gunstregime de investeringen via crowdfunding beoogde aan te moedigen, vormt de tussenkomst van een Belgisch crowdfundingplatform of een crowdfundingplatform naar het recht van een andere lidstaat van de EER aldus een vereiste.

De kredietgever zal dus enkel van deze vrijstelling kunnen genieten, wanneer de investering verloopt via een crowdfundingplatform.

Een niet onbelangrijke vereiste die wordt opgelegd door artikel 21, 13°, e) WIB 1992, is dat het crowdfundingplatform dient te beschikken over een vergunning als “alternatieve-financieringsplatform” uitgereikt door de FSMA of uitgebaat moet worden door een Belgische gereguleerde onderneming of een gereguleerde onderneming naar het recht van een andere Lid-Staat van de EER. Alhoewel de vrijstelling van roerende voorheffing reeds in 2015 werd ingevoerd, trad ze slechts in werking in 2017 bij de invoering van de Crowdfundingwet van 18 december 2016. Niettegenstaande het feit dat de tussenkomst via een crowdfundingplatform vereist is, doet de werking via een financieringsvehikel geen afbreuk aan het recht hebben op deze vrijstelling.

Voortvloeiende uit de vereiste intermediaire functie van een crowdfundingplatform, zal de kredietgever bij de verstrekking van een rechtsstreekse lening aan de startende onderneming geen vrijstelling van de roerende voorheffing kunnen genieten.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021b)

8.2.2 Belastingvoordeel

Luidens dit belastingvoordeel kan de kredietgever genieten van een vrijstelling van roerende voorheffing op de interesten met betrekking op de eerste schijf van 9 965 euro per belastingsplichtige en per jaar van leningen die gedurende vier jaar werden uitgeleend. Weliswaar is dit vrijstellingsbedrag van 9 965 euro onderworpen aan een jaarlijkse indexering. Voor aanslagjaar 2021 werd dit vrijstellingsbedrag vastgekleit op 15 830 euro.

Verder is het niet ondenkbaar dat de kredietgever een groter bedrag uitleent waardoor het vrijstellingsplafond overschreden wordt. Voor de interesten boven het bedrag van 15 830 euro kan de kredietgever alsdus geen vrijstelling meer genieten.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021b)

Ook zou de kredietgever er voor kunnen opteren om meerdere leningen te verstrekken aan verscheidene startende ondernemingen. Hierbij verduidelijkt de administratie in haar

Circulaire 2017/C/17 betreffende de vrijstelling van interesten van bepaalde leningen afgesloten via een crowdfundingplatform dat bij de overschrijding van het vrijstellingsbedrag, de interesten van de oudste lening vrijgesteld worden. Bij meerdere uitstaande leningen, grijpt er een chronologische rangschikking plaats waarbij de interesten op de oudste leningen de vrijstelling genieten tot wanneer het plafond wordt bereikt. Wanneer de lening de leeftijd van 4 jaar bereikt, geven de interesten hierop geen recht meer op een vrijstelling van de roerende voorheffing en zullen de interesten op de jongere gekwalificeerde lening vrijgesteld worden.

(Circulaire 2017/C/17, 2017)

8.3 Gewestleningen

8.3.1 Winwinlening Vlaanderen

Via de tenuitvoerlegging van het decreet van 19 mei 2006 betreffende de Winwinlening heeft de Vlaamse decreetgever ingespeeld op de tendens waarbij ondernemingen steeds meer moeilijkheden ondervinden bij het verkrijgen van financiering. Onder dit decreet wordt dan ook in een fiscale gunstmaatregel voorzien waarbij een inwoner van het Vlaamse Gewest onder welbepaalde voorwaarden een belastingskrediet in de personenbelasting kan genieten bij het verstrekken van een lening aan een in Vlaanderen gevestigde kmo. Net zoals de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven én de vrijstelling van roerende voorheffing bij crowdlending, beoogt dit decreet ook particulieren te stimuleren om te investeren in kmo's.

Na een evaluatieperiode van 4 jaar besloot de Vlaamse decreetgever in 2010 het toepassingsgebied van de winwinlening uit te breiden en te versoepelen. Vanaf toen konden niet enkel startende ondernemingen, maar ook bedrijven die zich in een verdere levensfase bevinden beroep doen op de winwinlening ter invulling van hun financieringsbehoefte. De memorie van toelichting verduidelijkt dan ook dat deze uitbreiding kaderde binnen een pakket van steunmaatregelen ten aanzien van ondernemingen voortvloeiende uit de zogenaamde "credit crunch" die door de financiële crisis in 2008 zich had gemanifesteerd. Ondernemingen konden nog maar moeilijk aan financiering via het bancaire kanaal geraken. Aldus zou de uitbreiding van het toepassingsgebied van de winwinlening ervoor moeten zorgen dat kmo's zich eenvoudiger kunnen financieren via alternatieve financieringsbronnen.

(Vlaams Parlement, 2010)

Ook binnen het kader van crowdfunding kan de relevantie van de winwinlening niet onderschat worden. Waar veelal startende ondernemingen en groeibedrijven beroep doen op crowdfunding als alternatieve financieringstechniek, bleef het fiscaal gunstregime van de winwinlening, om investeerders te overtuigen, bij crowdfundingplatformen niet onopgemerkt. Crowdfundingplatform WinWinner is namelijk een platform dat zich volledig toelegt op het aanbieden van deze fiscaal vriendelijke leningen en als het ware optreedt als matchmaking platform. Ook andere erkende platformen bieden deze winwinlening aan.

Onderstaand kan u dan ook een bespreking van alle facetten verbonden aan deze winwinlening terugvinden.

8.3.1.1 Profiel van de kredietgever

Wat betreft het profiel van de kredietgever stipuleert artikel 2, 4° Winwindecreet dat de kredietgever een natuurlijk persoon dient te zijn die buiten het kader van zijn handels- of beroepsactiviteiten een kredietovereenkomst afsluit. Aldus wordt door deze bepaling iedere vorm van professionele kredietverlening uitgesloten.

Voorts voorzagt de Vlaamse decreetgever onder artikel 3, §3 Winwindecreet in een aantal uitsluitingsbepalingen waardoor de hieronder vernoemde personen niet kunnen genieten van het belastingsvoordeel.

Vooreerst mag de kredietgever geen werknemer van de kredietnemer zijn. Deze bepaling werd voorzien doordat werknemers in se niet verder fiscaal gestimuleerd dienen te worden om te investeren in hun werkgever voortvloeiende uit het reeds bestaan van een belastingsvermindering bij de aankoop van aandelen in de werkgeversvennootschap. Anders zijn misbruiken door de nauwe band van de werknemer met de kredietnemer niet ondenkbaar, waardoor de decreetgever dit met deze bepaling wenste te ondervangen.

Verder kan wanneer de kredietnemer een zelfstandige of rechtspersoon is, de kredietgever niet zijn echtgenoot, echtgenote of wettelijk samenwonende partner zijn. In het geval van een rechtspersoon mogen voorgenoemde personen als kredietgever geen aandeelhouder, benoemde of feitelijke bestuurder, zaakvoerder of een vergelijkbaar mandaat uitoefenen binnen de rechtspersoon.

Ten slotte vermeldt artikel 3, §4 Winwindecreet dat gedurende de hele looptijd van de winwinlening de kredietgever geen kredietnemer mag zijn bij een andere winwinlening.

Ter afsluiting werd er in artikel 8, §1 Winwindecreet een niet onbelangrijke bepaling opgenomen met betrekking tot de fiscale woonplaats van de kredietgever. Volgens dit artikel moet de kredietgever onderworpen zijn aan de personenbelasting, “zoals gelokaliseerd in het Vlaamse gewest overeenkomst artikel 5/1, §2 van de Bijzondere Financieringswet”. Zo moet de fiscale woonplaats van de kredietgever op 1 januari van het aanslagjaar gevestigd zijn in het Vlaams Gewest om van het belastingskrediet te kunnen genieten.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021c) (Winwindecreet, 2006)

8.3.1.2 Profiel van de kredietnemer

Naast de definiëring van het begrip kredietgever, voorzagt de Vlaamse decreetgever in artikel 2, 3° Winwindecreet in de bepaling dat een kredietnemer “een KMO die, in het kader van zijn bedrijfs- of beroepsactiviteiten, een kredietovereenkomst sluit”. Met betrekking tot de invulling van het begrip KMO wordt verwezen naar aanbeveling 2003/361/EG van de Europese Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen.

(Winwindecreet, 2006)

Hierbij voorziet deze aanbeveling in een definiëring van het begrip onderneming en kmo. Volgens artikel 1 Aanbeveling 2003/361/EG is een onderneming iedere eenheid, ongeacht haar rechtsvorm, die een economische activiteit uitoefent. Artikel 2.1 Aanbeveling 2003/361/EG stipuleert dan weer dat kmo's, ondernemingen zijn die minder dan 250 personen tewerkstellen en waarvan de jaaromzet 50 miljoen of het balanstotaal 43 miljoen niet te boven gaan.

Aanvankelijk werd in het Winwindecreet omtrent het profiel van de kredietnemer opgenomen dat de kredietnemer een kmo moest zijn die ofwel door een zelfstandige werd gevoerd, dan wel de rechtsvorm van een vennootschap aanneemt. Bij de uitbreiding van de winwinlening met het wijzigingsdecreet van 10 december 2010 werd de bewoording “rechtsvorm van een vennootschap” vervangen door “rechtspersoon”. Hiertoe wenste de Vlaamse decreetgever zijn

oorspronkelijke bedoeling om de winwinlening toegankelijk te maken voor alle ondernemingen, ongeacht de rechtsvorm, wettelijk te benadrukken. Verenigingen zonder winstoogmerk, andere verenigingen en stichtingen zullen bijgevolg beroep kunnen doen op de regeling aangaande de winwinlening wanneer aan de voorwaarden van het Europese kmo-begrip is voldaan.

(Wijzigingsdecreet betreffende de Winwinlening, 2010)

Overigens dient ook de exploitatiezetel van de kredietnemer in het Vlaamse Gewest gevestigd te zijn.

Tenslotte vielen binnen de scope van het oorspronkelijke Winwindecreet enkel kredietnemers-kmo's die niet langer dan drie volledige kalenderjaren een inschrijving hadden in de Kruispuntbank van Ondernemingen. Primair had de decreetgever dan ook voor ogen om recent opgestarte ondernemingen te ondersteunen. Echter heeft de Vlaamse decreetgever bij het wijzigingsdecreet van 2010 voorgaande voorwaarde volledig afgeschaft. Voortaan kunnen alle gekwalificeerde ondernemingen en niet enkel start-ups beroep doen op de winwinlening.

(Ontwerpdecreet tot wijziging Winwinlening, 2010)

8.3.1.3 Modaliteiten winwinlening

Naast een definiëring van de begrippen kredietgever en kredietnemer, heeft de Vlaamse decreetgever in een aantal modaliteiten voorzien waaraan voldaan dient te worden om recht te hebben op het fiscaal gunstregime verbonden aan de winwinlening. Deze modaliteiten hebben specifiek betrekking op de werkelijk afgesloten lening.

Vooreerst dient er volgens artikel 4, §1 Winwindecreet sprake te zijn van een achtergestelde lening, zowel ten aanzien van de bestaande als toekomstige schulden van de kredietnemer. Hierbij voorziet artikel 13 van het Winwinbesluit in de bepaling dat de kredietgever geacht wordt hiermee onvoorwaardelijk akkoord te gaan door zijn verzoek om de akte als winwinlening te laten registreren. Voorts stipuleert ditzelfde artikel dat enkel de hoofdsom van de lening achtergesteld is en niet de interesten. Een belangrijke gevolg van een achtergestelde lening is dat bij eventuele samenloop, voor wat betreft de hoofdsom, de kredietgever slechts

betaald zal worden na de bevoorrechte, hypothecaire en gewone schuldeisers. Echter wordt de kredietgever wel voor de aandeelhouders betaald.

(Winwindecreet, 2006)

Vervolgens werd er aanvankelijk bepaald dat de winwinlening een vaste looptijd van 8 jaar diende te hebben waarbij op de vervaldag de hoofdsom in eenmaal terugbetaald diende te worden. Echter werd deze eenmalige terugbetalingsvereiste als een zeer zware last aangevoeld waardoor de Vlaamse decreetgever bij het wijzigingsdecreet van 10 december 2010 ook in tussentijdse kapitaalaflossingen heeft voorzien. Weliswaar wordt de mogelijkheid om de lening in één keer terug te betalen behouden, maar kunnen partijen voortaan werken met een aflossingstabel of een vervroegde terugbetaling overeenkomen.

(Wijzigingsdecreet betreffende de Winwinlening, 2010)

Wat betreft het bestemmingscriterium van de via de winwinlening opgehaalde fondsen, voorzagt de decreetgever in de bepaling dat de geleende of ter beschikking gestelde middelen uitsluitend voor ondernemingsdoeleinden gebruikt mogen worden. Omtrent dit bestemmingscriterium voorziet artikel 12 van het uitvoeringsbesluit van 20 juli 2006 in een verduidelijking waarbij *“de middelen intergraal moeten worden aangewend door de kredietnemer, binnen het kader van zijn bedrijfs- of beroepsactiviteiten, als rechtspersoon of als zelfstandige, op een wijze die in het belang van de vennootschap is en rechtstreeks of onrechtstreeks bijdraagt tot de verwezenlijking van zijn maatschappelijk doel of, als het een zelfstandige betreft, op een wijze die hoofdzakelijk bijdraagt tot de verwezenlijking van zijn bedrijfs- of beroepsactiviteiten”*.

De Vlaamse decreetgever heeft aldus geen kwalitatieve vereisten willen opleggen omtrent de activiteiten van de onderneming. Volgens het verslag bij het ontwerp van het Winwindecreet werd de nuancering opgenomen dat zowel een jonge vrouw die een kapperszaak wenst op te starten als iemand met een vrij beroep aanspraak kan maken op een winwinlening.

Anders heeft de decreetgever bij de opmaak van het Winwindecreet ook in een investeringsplafond voorzien om iedere vorm van professionele kredietverlening te vermijden. Wat betreft het uitgeleende bedrag, werd er zowel voor de kredietgever als kredietnemer voorzien in een beperking. Bij de invoering van het Winwindecreet in 2006 bedroeg het

oorspronkelijke totale bedrag dat, binnen het kader van één of meerdere winwinleningen aan één of meerdere kredietnemers, uitgeleend kan worden 50 000 euro per kredietgever. Echter bleek uit meerdere achtereenvolgende evaluatieperiodes dat het investeringsplafond niet in lijn lag met de economische realiteit waarbij ondernemingen en ook start-ups vaak hogere financieringsbehoeften hebben. Huidig kan een kmo dan ook winwinleningen tot een bedrag van 300 000 euro aangaan, met een maximum van 75 000 euro per kredietgever.

Een bijkomende reden van de verhoging van dit investeringsplafond kan gezocht worden in de gevolgen die de financiële crisis van 2008 met zich mee bracht waarbij ondernemingen moeilijker traditionele financiering konden bemachtigen. Met een verruiming van het investeringsplafond kan men redelijkerwijs stellen dat de Vlaamse decreetgever getracht heeft kmo's te helpen om meer leningen af te sluiten via goedkope alternatieve financieringsvormen. Daarnaast heeft de Vlaamse decreetgever in artikel 4, §1 lid 5 Winwindecreet voorzien in een wettelijk interestvoet die bij iedere winwinlening gehanteerd dient te worden. De wettelijke interestvoet werd voor 2021 vastgeklekt op 1,75%. Bijgevolg mag de interestvoet voor een winwinlening afgesloten in 2021 tussen 0,875% en 1,75% liggen. Het begrenzen van de rentevoet spruit voort uit het doel die de Vlaamse decreetgever voor ogen had met het op poten zetten van het Winwindecreet. Naast het mobiliseren van spaargelden en het verhelpen van de financieringsproblematiek, wou men ook een betaalbare alternatieve financieringsmethode creëren.

Ook voorzag de decreetgever in artikel 4, §2 Winwindecreet in een mogelijkheid tot vervroegde opeisbaarheid in hoofde van de kredietgever. Wanneer onderstaande gevallen zich voltrekken kan de kredietgever de winwinlening op eerste verzoek vervroegd opeisbaar stellen. Aldus kan de vervroegde opeisbaarheid volgens ditzelfde artikel ingeroepen worden:

- *“in geval van faillissement, kennelijk onvermogen, of vrijwillige of gedwongen ontbinding of vereffening van de kredietnemer;*
- *als de kredietnemer een zelfstandige is, in geval hij zijn activiteit vrijwillig stopzet of overdraagt;*
- *als de kredietnemer een rechtspersoon is, ingeval die rechtspersoon onder voorlopig bewindvoerder geplaatst wordt, of*
- *in geval van een achterstand van meer dan drie maanden in de betaling van de aflossingen van de hoofdsom of de interesten van de Winwinlening;*
- *in geval van ambtshalve schrapping, wegens het niet naleven door de kredietnemer van de voorwaarden van dit decreet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten.”*

Tenslotte heeft de decreetgever aan de afsluiting van een winwinlening een concrete procedure en welbepaalde vormvoorschriften gekoppeld. Bijgevolg dient men om van het belastingsvoordeel te kunnen genieten, te bewijzen dat aan alle voorwaarden van het Winwindecreet en uitvoeringsbesluit werd voldaan. Hierbij dient de leningsovereenkomst verplicht via onderhandse of authentieke akte opgemaakt te worden in drie originele exemplaren. Belangrijk is dat men bij de opmaak van de akte ook het ter beschikking gestelde modelformulier door de NV Waarborgbeheer hanteert en correct én volledigheidshalve invult. Één exemplaar van de leningsakte dient binnen de drie maanden na afsluiting, overgemaakt te worden aan de NV Waarborgbeheer. De NV Waarborgbeheer heeft vervolgens de taak om na te gaan of de leningsovereenkomst aan alle voorwaarden voldoet. Wanneer alle formaliteiten correct werden nageleefd zal de NV de overeenkomst registreren in het winwinleningregister. Indien dit niet het geval is, wordt de leningsovereenkomst als niet geldig beschouwd en kan men niet genieten van het belastingsvoordeel.

(Winwindecreet, 2006)

8.3.1.4 Belastingskrediet

Het belastingsvoordeel waarvan de kredietgever onder het Winwindecreet kan genieten neemt de vorm aan van een jaarlijks belastingskrediet in de personenbelasting. Ook kan men in welbepaalde gevallen rekenen op een eenmalig belastingskrediet.

Belangrijk om hierbij aan te halen is dat er aanvankelijk bij de invoering van het Winwindecreet niet werd gesproken over een “belastingskrediet”, maar over een “belastingsvermindering”. Doch had deze zogenaamde belastingsvermindering allures van een belastingskrediet waarbij normalerwijs de belastingsvermindering verrekend wordt in de personenbelasting en het eventuele overschot kan worden terugbetaald. Het belastingsvoordeel had aldus sinds 2006 de karakteristieken van een belastingskrediet, maar werd slechts bij decreet van 19 december 2014 formeel omgevormd tot belastingskrediet.

Het jaarlijkse belastingskrediet waarop de kredietgever recht heeft, bedraagt 2,5% gedurende de gehele looptijd van de winwinlening in de personenbelasting. Hierbij wordt als berekeningsbasis het rekenkundig gemiddelde genomen van alle uitgeleende bedragen op 1 januari en op 31 december van het belastbare tijdperk. Zoals reeds aangegeven bedraagt het maximaal toegelaten uitstaande bedrag aan winwinleningen 75 000 euro per

belastingplichtige, wat resulteert in een maximale jaarlijks belastingkrediet van 1 875 euro per jaar.

Voorts werd er onder artikel 9 Winwindecreet ook in een eenmalig belastingkrediet van 30% van het openstaand kapitaal van de winwinlening voorzien dat definitief verloren is gegaan wanneer men aan onderstaande voorwaarden voldoet:

- de kredietnemer tijdens of binnen maximaal zes maanden na de looptijd van de winwinlening in een staat van faillissement verkeert, kennelijk onvermogen is of zich in een procedure van vrijwillige of gedwongen ontbinding of vereffening bevindt;
- de kredietnemer ten gevolge daarvan een deel of het geheel van de winwinlening niet kan terugbetalen;
- en de kredietgever de winwinlening opeisbaar heeft gesteld.

(Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021c) (Winwindecreet, 2006)

8.3.2 Coup de pouce-lening

Net zoals de Vlaamse regering, beoogde de Waalse decreetgever met de invoering van het decreet van 28 april 2016 een belastingkrediet op poten te zetten waartoe particulieren gestimuleerd zouden worden om achtergestelde leningen te verstrekken aan kmo's met een exploitatiezetel in het Waalse gewest. Deze lening kreeg de naam "coup de pouce".

Weliswaar zullen we ons voor de coupe de pouce-lening beperken tot een summiere bespreking aangezien dit fiscaal gunstregime vele raaklijnen vertoont met de voorbesproken winwinlening.

8.3.2.1 *Profiel van de kredietgever*

Vooreerst dient de kredietgever een natuurlijk persoon te zijn die bij afsluiting van de coupe de pouce-lening handelt buiten het kader van zijn handels- of beroepsactiviteit. Hierbij is het vereist dat de kredietgever onderworpen is aan de personenbelasting en inwoner is van het Waalse gewest. De kredietgever dient aldus op 1 januari van het aanslagjaar zijn fiscale woonplaats te hebben in het Waalse Gewest. Ook welbepaalde niet-inwoners kunnen in aanmerking komen.

(Coupe-de-pouce decreet, 2016)

8.3.2.2 Profiel van de kredietnemer

Wat betreft het profiel van de kredietnemer, dient er weerom sprake te zijn van een kmo of een natuurlijk persoon-zelfstandige, die evenwel binnen het kader van zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit een kredietovereenkomst afsluit. Ook hier wordt er onder artikel 2, 6° Decreet van 28 april 2006 omtrent de invulling van het kmo-begrip verwezen naar de Aanbeveling 2003/361/EG van de Europese Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en microondernemingen.

Ook dient de kredietnemer zijn exploitatiezetel te hebben in het Waalse Gewest.

Net zoals de winwinlening, was de coup de pouce-lening aanvankelijk ook slechts toegankelijk voor startende kmo's die op datum waarop de lening werd afgesloten een inschrijving van minder dan vijf jaar in de Kruispuntbank van Ondernemingen heeft. Echter werd deze bepaling te beperkend geacht waardoor het Waalse programmadecreet van 17 juli 2018 de coup de pouce-lening huidig ter beschikking stelt aan zowel startende als reeds bestaande ondernemingen.

(Coupe-de-pouce decreet, 2016)

8.3.2.3 Modaliteiten lening

Vooreerst kunnen we aanhalen dat het Decreet van 18 april 2016 in een eenduidige definiering voorziet van het begrip lening. Artikel 2, 1° van dit decreet stipuleert namelijk dat een lening een overeenkomst voor lening op interest is, in de zin van artikelen 1892 e.v. van het Burgerlijk Wetboek, waarbij een kredietgever aan een kredietnemer geldmiddelen ter beschikking stelt onder de verbintenis van terugbetaling door de kredietnemer en waarbij interesten worden betaald. Hierbij wordt deze lening afgesloten tussen twee partijen, een unieke kredietnemer en een unieke kredietgever.

Vervolgens heeft de coup de pouce-lening een achtergesteld karakter zowel ten aanzien van de bestaande als de toekomstige schulden van de kredietnemer. Weerom zal de kredietgever ingeval van insolventie in hoofde van de kredietnemer slechts betaald worden na de

bevoorrechte, hypothecaire en gewone schuldeisers. Wel zal de kredietgever voor de aandeelhouders betaald worden. Een wezenlijk verschil ten opzichte van de Vlaamse winwinlening, heeft de Waalse decreetgever bij de opmaak van het Decreet van 28 april 2016 nagelaten om te bepalen of enkel de hoofdsom van de lening achtergesteld is, dan ook de interesten. Bijgevolg brengt het verstrekken van een coup de pouce-lening een hoger risico met zich mee.

Verder bepaalt artikel 4, §1 Decreet van 28 april 2016 dat de coup de pouce-lening een vaste looptijd kan hebben van vier, zes, acht of tien jaar. Principieel wordt deze lening in één keer terugbetaald aan het einde van de looptijd van de lening, maar men kan ook in een afschrijvingsschema voorzien. Dit afschrijvingsschema dient door zowel de kredietgever als kredietnemer ondertekend te worden en als bijlage gevoegd worden bij de leningovereenkomst. Men kan ook in de voorwaarden van de lening bepalen dat de kredietnemer het recht heeft om de lening vervroegd terug te betalen door een enkele én volledige aflossing van het verschuldigde saldo in hoofdsom en interesten. Ook kan de kredietgever volgens artikel 4, §2 van ditzelfde decreet op eerste verzoek de lening vervroegd opeisbaar stellen:

- *“in geval van inleiding van de faillissementsprocedure, gerechtelijke reorganisatie, kennelijk onvermogen of vrijwillige of gedwongen ontbinding of vereffening van de kredietnemer;*
- *als de kredietnemer een zelfstandige is, in geval hij zijn activiteit vrijwillig stopzet of overdraagt, tenzij het gaat om de overdracht van deze activiteit ten gunste van een bestaande of op te richten vennootschap waarvan de kredietnemer, alleen of samen met zijn echtgenoot of wettelijk samenwonende partner of hun kinderen, de controle heeft in de zin van artikel 1:14, § 2, 1°, van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen;*
- *als de kredietnemer een rechtspersoon is, ingeval die rechtspersoon onder voorlopig bewindvoerder geplaatst wordt;*
- *in geval van gehele of gedeeltelijke niet-betaling van een verschuldigde aflossing van de hoofdsom of van de interesten, gedurende meer dan drie maanden na de genoemde vervalddag;*
- *in geval van automatische beëindiging van de overeenkomst als gevolg van het niet naleven door de kredietnemer van de bepalingen van dit decreet en zijn uitvoeringsbesluiten.”*

Daarnaast heeft de Waalse decreetgever in een investeringsplafond zowel ten aanzien van de kredietnemer als kredietgever voorzien. Het totale bedrag dat de kredietgever in hoofdsom binnen het kader van één of meerdere leningen mag uitlenen bedraagt 125 000 euro. Daar tegenover mag de kredietnemer een totaalbedrag van 250 000 euro aan coup de pouce-leningen in ontvangst nemen. Ook werd er voorzien in een wettelijk rentevoet. Huidig bedraagt deze rentevoet minimaal 0,875% en maximum 1,75%.

Tenslotte mogen de opgehaalde gelden via de coup de pouce-lening weerom slechts gebruikt worden voor ondernemingsdoeleinden. Ook dient de coup de pouce-lening via onderhandse of authentieke akte worden opgesteld. Het decreet van 28 april 2016 verplicht hierbij de partijen om gebruik te maken van het model dat kan teruggevonden worden in het Uitvoeringsbesluit van 22 september 2016. Na de opmaak dient er binnen de 3 maanden nadat de gelden ter beschikking zijn gesteld een registratie bij S.A. SOWALFIN te gebeuren.

(Coupe-de-pouce decreet, 2016) (Pretcoupdepouce.be, z.d.)

8.3.2.4 Belastingkrediet

Het belastingkrediet waarvan de kredietgever onder de coup de pouce-lening kan genieten bedraagt 4% in de loop van de vier eerste belastbare tijdperken vanaf het tijdperk waarin de lening is gesloten. Het belastingkrediet van de daaropvolgende belastbare tijdperken bedraagt slechts 2,5%.

Als berekeningsgrondslag wordt alweder het rekenkundig gemiddelde van alle bedragen die in het kader van één of meerdere leningen op 1 januari en 31 december van het belastbare tijdperk zijn uitgeleend. Hierbij kan de berekeningsgrondslag maximaal 125 000 euro bedragen per kredietnemer.

Belangrijk om aan te halen is dat de Waalse decreetgever, in tegenstelling tot de Vlaamse, niet heeft voorzien in een zogenaamde eenmalig belastingkrediet. Bijgevolg draagt de kredietgever zelf het volledig kredietrisico.

(Coupe-de-pouce decreet, 2016) (Pretcoupdepouce.be, z.d.)

8.3.3 Proxi-lening Brussel

Tenslotte heeft de Brusselse wetgever met de Proxi-lening de inwoners van het Brussels Hoofdstedelijke Gewest een fiscaal gunstregime wensen te verschaffen net zoals de Vlaamse en Waalse decreetgever reeds hebben doorgevoerd. De Proxi-lening kadert dan ook binnen eenzelfde doel als de winwinlening of coup de pouce-lening namelijk het verstrekken van fiscaal vriendelijke en goedkope leningen aan kmo's via het mobiliseren van particulier vermogen, maar weliswaar op het Brussels Hoofdstedelijk grondgebied.

Aangezien de proxi-lening weerom vele gelijkenissen vertoont met de winwinlening of coup de pouce-lening, zullen we ons hier dan ook beperken tot een summiere bespreking van de randvoorwaarden.

8.3.3.1 *Profiel van de kredietgever*

Vooreerst bevat artikel 1, 4° Ordonnantie van 19 juni 2020 de bepaling dat de kredietgever een natuurlijk persoon is, die handelt buiten het kader van zijn handels- of beroepsactiviteiten. Verder werden er een aantal uitsluitingsbepalingen voorzien onder artikel 2, §3 van dezelfde Ordonnantie.

8.3.3.2 *Profiel van de kredietnemer*

Wat betreft het profiel van de kredietnemer wordt er weer in een verwijzing voorzien naar het kmo-begrip waarbij de kredietovereenkomst afgesloten dient te worden binnen het kader van de bedrijfs- of beroepsactiviteiten. Waar de Vlaamse en Waalse decreetgever omtrent de definiëring van het kmo-begrip verwezen naar Aanbeveling 2003/361/EG, hanteert de Brusselse wetgever deze die te vinden is in Bijlage I bij Verordening (EU) Nr. 651/2014 van de Commissie van 17 juni 2014 waarbij bepaalde categorieën steun op grond van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag met de interne markt verenigbaar worden verklaard, met inbegrip van alle latere wijzigingen daarvan, die de vorm heeft, hetzij van een rechtspersoon, hetzij van een zelfstandige.

Verder dient de kredietnemer ingeschreven te zijn in de Kruispuntbank van ondernemingen en de vestigingseenheid in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest te liggen.

8.3.3.3 Modaliteiten lening

Net zoals de winwinlening en coup de pouce-lening, is de proxy-lening achtergesteld zowel ten aanzien van de bestaande als van de toekomstige schulden van de kredietnemer. De proxy-lening kan afgesloten worden voor een looptijd van vijf of acht jaar. Deze lening kan dan ook na deze vijf of acht jaar in eenmaal terugbetaald worden of volgens maandelijkse, driemaandelijkse, zesmaandelijkse of jaarlijkse aflossingen. De overeengekomen aflossingstabel dient ondertekend te worden door zowel de kredietnemer als kredietgever en bij de akte van de proxy-lening worden gevoegd.

Daarnaast werd er in artikel 3 van de Ordonnantie van 19 juni 2020 in de bepaling voorzien dat de kredietnemer de proxy-lening vervroegd kan aflossen door een eenmalig betaling van het openstaande saldo in hoofdsom en interest.

Verder bedraagt het totale bedrag dat door een kredietgever in het kader van één of meerdere proxy-leningen uitgeleend mag worden maximaal 200 000 euro, op ieder moment en alle proxy-leningen samen. Bijkomend stipuleerde de Brusselse wetgever dat het jaarlijks uitgeleende bedrag binnen een geven kalenderjaar niet 50 000 euro mag overstijgen. Anders mag de kredietnemer niet meer dan 250 000 euro aan proxy-leningen aanvaarden.

Ook onder de Ordonnantie van 19 juni 2020 bestaat er een wettelijke rentevoet die gehanteerd dient te worden. Anno 2021 bedraagt deze wettelijk rentevoet minimaal 0,875% en maximaal 1,75%.

Voorts kan de kredietgever ook op eerste verzoek en bij aangetekend schrijven, de proxy-lening vervroegd opeisbaar stellen in volgende gevallen:

- in geval van faillissement, kennelijk onvermogen, of vrijwillige of gedwongen ontbinding of vereffening van de kredietnemer;
- als de kredietnemer een zelfstandige is, in geval hij zijn activiteit vrijwillig stopzet of overdraagt;
- als de kredietnemer een rechtspersoon is, ingeval die rechtspersoon onder voorlopig bewindvoerder geplaatst wordt;
- in geval van een achterstand van meer dan drie maanden in de betaling van de aflossingen van de hoofdsom of de interesten van de Proxi-lening; of

- in geval van schrapping van ambtswege van de Proxi-lening, wegens het niet naleven door de kredietnemer van de voorwaarden van dit besluit en de ter uitvoering ervan genomen besluiten.

Overigens bepaalt artikel 4 van de Ordonnantie van 19 juni 2020 dat de kredietnemer de verkregen fondsen uit de proxi-lening uitsluitend dient aan te wenden om de activiteit van de onderneming uit te voeren.

Als laatste werd onder artikel 2, §5 van dezelfde Ordonnantie voorzien in de bepaling dat de proxi-lening ook mag gesloten worden via een financieringsvehikel in de zin van artikel 4, 7° van de Crowdfundingwet.

(Ordonnantie betreffende de Proxi-lening, 2020) (finance.brussels, 2021)

8.3.3.4 Belastingkrediet

Het fiscaal voordeel dat verbonden is aan de proxi-lening neemt de vorm aan van een jaarlijks belastingkrediet dat berekend wordt op basis van het bedrag dat de kredietgever uitgeleend of ter beschikking heeft in het kader van één of meerdere proxi-leningen.

Verder bedraagt het belastingkrediet 4% berekend op de grondslag bestaande uit het rekenkundig gemiddelde van de som van de uitgeleende of ter beschikking gestelde bedragen op 1 januari en op 31 december van het belastbare tijdperk, enkel rekening houdend met de leningen die tijdens hetzelfde belastbare tijdperk of één van de twee vorige zijn begonnen. Bijkomend kan er een belastingkrediet van 2,5% bekomen worden op het rekenkundig gemiddelde van de som van de uitgeleende of ter beschikking gestelde bedragen op 1 januari en op 31 december van het belastbare tijdperk, enkel rekening houdend met de andere leningen.

Daarnaast heeft de kredietgever recht op een eenmalig belastingkrediet van 30% op het bedrag dat tijdens een gegeven belastbaar tijdperk is verloren gegaan, wanneer cumulatief aan onderstaande voorwaarden werd voldaan:

- tijdens de lening of binnen maximaal zes maanden na het einde van de looptijd van de lening doet zich een van de gevallen, vermeld in artikel 3, § 2, 1°, voor;
- de kredietnemer kan een deel of het geheel van de Proxi-lening niet terugbetalen;

- de kredietgever is onderworpen aan de personenbelasting, zoals gelokaliseerd in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest overeenkomstig artikel 5/1, § 2, van de Bijzondere Financieringswet;
- de kredietgever heeft de Proxi-lening opeisbaar gesteld.

(Ordonnantie betreffende de Proxi-lening, 2020) (finance.brussels, 2021)

9 Tussenconclusie

Zoals verkondigd in de inleiding had deel 1 “literatuuranalyse” tot doel de lezer een inleidende benadering te verschaffen van het concept van crowdfunding. Hierbij hebben we vooreerst getracht een juridische werkdefinitie te voorzien waarbij samenvattend onder het begrip crowdfunding een alternatieve financieringsvorm kan verstaan worden waarbij (startende) ondernemers een online fondsenverwerking via een crowdfundingplatform houden bij een groot aantal investeerders.

Verder ging aan het ontstaan van crowdfunding als alternatieve-financieringstechniek veelal drie beweegredenen gepaard. Daarbij namen het fenomeen van de deeleconomie, de financieringsproblematiek bij ondernemingen en de ontwikkeling van financiële technologie een centrale rol aan.

Daarnaast werd er overgegaan op de verschillende crowdfundingmodellen die zich bij de evolutie van crowdfunding hebben ontwikkeld. Zo konden we in hoofdzaak vier crowdfundingmodellen onderscheiden, waarbij de voornaamste onderscheidende factor de al dan niet te verkrijgen tegenprestatie betrof. Zo hebben we kunnen waarnemen dat er een donatie-gebaseerde, koop-verkoop-gebaseerde en beloning-gebaseerde, debt-gebaseerde en equity-gebaseerde variant bestaat.

Evenwel komen er bij iedere crowdfundingcampagne steevast drie partijen kijken. Enerzijds hebben we de projecthouders die opzoek zijn naar fondsen ter invulling van hun financieringsbehoefte. Anderszijds zijn de investeerders opzoek naar interessante investeringsprojecten. Om deze twee partijen met elkaar in contact te brengen vervult het crowdfundingplatform een intermediaire functie. Tenslotte kan er een specifieke rol worden toegewezen aan de FSMA, namelijk deze als toezichthouder op de crowdfundingplatformen.

Na een blik geworpen te hebben op de verschillende fasen binnen een crowdfundingcampagne en de evolutie van financiële crowdfunding in België, zijn we overgegaan tot de bespreking van de vigerende kapitaalmarktenwetgeving die van toepassing is op financiële crowdfunding. Hierbij achtte de beperkte rechtsleer inzake crowdfunding vijf wetskaders van toepassing namelijk de Prospectuswet, Crowdfundingwet, Beleggingsdienstenwet, PSD2-wet en ICB-wet. Hierbij hebben we het onderscheid gemaakt tussen de wetgeving die van toepassing is op de projecthouder en de wetten die mogelijks van

toepassing zijn op crowdfundingplatformen. Zo konden we stellen dat de projecthouder louter en alleen rekening diende te houden met de bepalingen onder de Prospectuswet bij het voeren van een crowdfundingcampagne. De overige wetskaders hebben dan ook vat op de crowdfundingplatformen waarbij huidig enkel de Crowdfundingwet zijn relevantie heeft aangaande crowdfunding. Ten aanzien van de overige wetskaders, zoals geponeerd door de rechtsleer, zal het crowdfundingplatform zich in een loutere uitzondering dienen te conformeren.

Nadat we onder onze financieelrechtelijke bespreking abstractie hebben gemaakt van wat er onder het begrip beleggingsinstrumenten kan verstaan worden, zijn we in hoofdstuk 7 overgegaan tot een korte bespreking van enkele relevante beleggingsinstrumenten inzake crowdfunding. Zo vinden tijdens een equity crowdfundingcampagne veelal aandelen hun relevantie, gepaard gaande aan een eventuele certificeringspraktijk zodoende een deugdelijk bestuur van de aandeelhouderstructuur toe te laten. In het kader van crowdlending komen dan weer de obligaties en gestandaardiseerde leningen in aanmerking als belangrijkste beleggingsinstrumenten.

Ter afronding zijn we onder hoofdstuk 8 dieper ingegaan op enkele fiscaalrechtelijke bepalingen die al dan niet in het kader van crowdfunding in het leven werden geroepen. Zo hebben we abstractie gemaakt van drie fiscale voordelen, namelijk de tax shelter voor startende ondernemingen en groeibedrijven, de vrijstelling van onroerende voorheffing op interesten bij crowdlending en de gewestlening. Betreffende de gewestleningen hebben we hoofdzakelijk de aandacht gevestigd op de Vlaamse winwinlening, waarna we kort een blik hebben geworpen op de coup de pouce-lening in het Waalse Gewest en proxi-lening in het Brusselse Hoofdstedelijke Gewest. De federale en deelstatelijke wetgevers hebben dan ook via deze aantrekkelijke fiscale maatregelen hun toedrage geleverd in het verder stimuleren van investeringen in veelal startende ondernemingen en groeibedrijven.

Als centrale gedachte nemen we toch mee dat de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding veelal tracht de voorheen aangehaalde funding gap van al dan niet startende kleine en middelgrote ondernemingen in te vullen. Dit standpunt baseren we enerzijds op de literatuur dat veelvuldig crowdfunding catalogeert onder het wezen van start-up en scale-up financiering. Anderzijds laten de ingevoerde fiscaalrechtelijke maatregelen en flexibele regeling onder de nieuwe Prospectuswet er ons toch toe besluiten dat crowdfunding voorziet in de financieringsbehoefte van start-ups en scale-ups.

Deel 2

Crowdfunding in het vastgoedontwikkelingsproces

Zoals kon blijken uit deel 1 is crowdfunding een recent fenomeen binnen het financieringslandschap dat de afgelopen jaren steeds meer aan belang heeft gewonnen. Waar crowdfunding vanuit ondernemerszijde voornamelijk aanzien wordt als een flexibel financieringsinstrument, laten de huidige financieelrechtelijke wetskaders het momenteel nog niet toe om hoge investeringsvolumes te bereiken in vergelijking met andere financieringskanalen.

Ook binnen de vastgoedsector heeft crowdfunding stilaan een rol van betekenis aangenomen. De reden hiertoe kan eenvoudig gevonden worden in de financieringsproblematiek waarmee ondernemingen te kampen hebben. Net zoals in andere sectoren, treft deze financieringsproblematiek ook de vastgoedsector en dan wel specifiek vastgoedontwikkelaars. Het wordt namelijk steeds lastiger om een financieringsdossier van een vastgoedproject via traditionele financieringsbronnen rond te krijgen. Dit bevestigt ook François Jacquet, Head of Real Estate Business Development bij crowdfundingplatform Look&Fin, in een recent interview met De Tijd. De gezondheidscrisis die huidig nog steeds speelt, heeft ertoe geleid dat banken het globale beheer van hun kredietportefeuille herbekijken en bijgevolg het vastgoedgeedeelte hebben afgebouwd. Ook zijn er volgens Jacquet banken die gedurende de corona pandemie zich zelfs uit projecten die al in uitvoering waren teruggetrokken hebben. Zo haalt Jacquet het voorbeeld aan uit een recente conversatie van hem met een bouwpromotor, waarbij een bank de bouwpromotor had begeleid bij de financiering van de bouwgrond, maar geen financiering meer wou verstrekken tijdens de bouwfase. Gelet op het huidige onzekere toekomstbeeld is het dan ook niet ondenkbaar dat banken naar de toekomst toe niet meer als enige financier vastgoedprojecten zullen begeleiden waardoor crowdfunding nog meer aan populariteit kan winnen. Enerzijds stellen banken steeds strengere eisen aangaande het in te brengen eigen vermogen. Anderzijds zullen banken verlangen dat ook bij kleinere projecten, andere partijen betrokken zullen geraken die een gedeelte van het risico op zich willen nemen via zogenaamde “mezzanine” financieringen.

(De Tijd, 2020)

Onder dit tweede deel trachten we dan ook het theoretisch besproken kader in het eerste deel te implementeren in de vastgoedpraktijk. Hierbij zal er aan de hand van een Q&A structuur dieper ingegaan worden op de verscheidene aspecten die tijdens een crowdfundingcampagne, geïnitieerd door een vastgoedontwikkelaar, relevant zijn. De keuze voor het hanteren van een Q&A structuur kan gevonden worden in de praktische benadering die we onder dit tweede gedeelte op poten wensen te zetten. Onderstaande vragen zijn dan ook in hoofdzaak gebaseerd op vragen die tijdens mijn onderzoek boven water kwamen bij het relateren van crowdfunding aan de praktijk van vastgoedontwikkeling. Daarnaast laat deze handige Q&A structuur de bedrijfsleider of bouwpromotor toe om sneller zich de materie eigen te maken zonder daarvoor het theoretische kader onder deel 1 te moeten doornemen.

Vraag 1. Wat verstaan we in deze bachelorscriptie onder het begrip vastgoedontwikkeling?

Vastgoedontwikkeling kan omschreven worden als het proces waarbij gebouwde ruimte op stapel wordt gebracht. Het proces start dan ook met het idee om een bouwwerk te realiseren op een welbepaalde locatie en binnen een gegeven tijdsbestek waarna op het einde huurders of al dan niet mede-eigenaars deze gebouwde ruimte in beslag nemen. De vastgoedontwikkelaar begeleidt hierbij het vastgoedproject van begin tot einde en zorgt ervoor dat de investering zo optimaal mogelijk rendeert. Voorts kan ieder vastgoedproject in de schoenen van de projectontwikkelaar, vastgoedontwikkelaar of bouwpromotor, als initiatiefnemende partij, in wezen als een afzonderlijke business unit bekeken worden waarbij gebruik wordt gemaakt van 4 factoren, namelijk grond, kapitaal, kennis of arbeid en tijd, om een vastgoedproduct te creëren. Deze factoren worden ingezet om het initiële vastgoedidee om te zetten in realiteit, gecoördineerd door het management van het vastgoedontwikkelingsbedrijf en haar ontwikkelingsteam. De toegevoegde waarde en succesfactor van een vastgoedontwikkeling strekt zich tot het aanbieden van bebouwde ruimte die voldoet aan de noden en behoeften van de samenleving.

(Miles et al., 2015)

Verder zullen we hoofdzakelijk de focus leggen op residentiële vastgoedontwikkeling.

Vraag 2. Welk crowdfundingmodel wordt het meest toegepast inzake vastgoedontwikkeling?

Algemeen kan men stellen dat huidige crowdlending het meest populaire crowdfundingmodel is bij vastgoedontwikkelaars. Zoals onder deel 1 werd aangehaald, behelst crowdlending binnen het kader van vastgoedontwikkeling de financiering van een vastgoedproject via zogenaamde participatieve leningen waarbij verschillende partijen samenwerken namelijk (1) een groep van (particuliere) investeerders, (2) in dit geval de bouwpromotor als projecthouder en (3) het crowdfundingplatform dat de twee voorgaande partijen samenbrengt.

(Attout, 2017)

Aan deze voorkeur voor crowdlending kunnen we hoofdzakelijk drie beweegredenen toewijden. Waar de meeste kleine en middelgrote bouwpromotoren het bewaren van de onafhankelijkheid in het hoogste vaandel dragen, laat crowdlending toe om middelen bij te tanken zonder dat deze het kapitaal van de onderneming dient open te stellen aan externe investeerders. Via crowdlending verstrekken investeerders immers een loutere lening aan de bouwpromotor en worden er geen aandelen overgedragen of uitgegeven. Hierbij kan men denken dat initieel deze lening een kwalificatie binnen het vreemd vermogen van het project of de onderneming zal ondergaan. Weliswaar gaat deze redenering normalerwijs dan wel op, maar zorgen de karakteristieke eigenschappen van deze lening als mezzanine of junior financiering ervoor dat een financiële instelling, als derde partij en hoofdfinancier, de tranche via crowdlending zal kwalificeren als quasi-eigen vermogen. Aldus kan zonder het openstellen van het kapitaal en het hieraan gepaard gaande behoud van de onafhankelijkheid, toch fondsen worden opgehaald.

(Look and fin, 2021) (De Tijd, 2020)

Een tweede beweegreden kan gezocht worden in het feit dat crowdlending, het verstrekken van leningen, in se een lager risico met zich meedraagt dan equity crowdfunding, het nemen van een aandelenparticipatie in een onderneming. Hierbij zorgen de karakteristieke eigenschappen van een lening waarbij in de kredietmodaliteiten hoofdzakelijk een vast of variabel interestpercentage, een aflossingstabel, looptijd, garanties en eventuele covenanten worden bedongen reeds voor dit lager risico. Aldus weet de kredietgever op voorhand welk bedrag, voor welke termijn en onder welke voorwaarden hij zal uitlenen. Enkel een situatie van

wanbetaling in hoofde van de kredietnemer kan ertoe leiden dat de kredietgever een verlies van kapitaal en interesten kan leiden, wat in het vakjargon het kredietrisico noemt. Om dergelijk situaties van verlies van kapitaal en interesten te vermijden, of in het beste geval te matigen, kunnen we het structureren van garanties en covenanten binnen de kredietovereenkomst als een standaard praktijk binnen het wezen van crowdlending beschouwen. Ook kunnen door het bieden van deze garanties competitievere voorwaarden bedongen worden aangaande de hoogte van het interestpercentage, doordat de zogenaamde risicopremie bovenop de geldende marktrentevoet een lagere waarde aanneemt.

Waar evenwel reeds duidelijk werd dat via crowdlending de investeerder meer zekerheid kan geboden worden, gaat een participatie in het kapitaal van een onderneming gepaard met grotere onzekerheden. Hierbij dient men dan ook in eerste instantie te kijken naar het onzekere karakter van het directe en indirecte rendement dat op een aandelenparticipatie kan gerealiseerd worden. Onder het directe rendement dient vooreerst het al dan niet uit te keren dividend te worden verstaan dat overigens toebehoort tot de beslissingsbevoegdheid van de algemene vergadering der aandeelhouders. Aldus komt het feit of er al dan niet wordt overgegaan tot dividenduitkering neer op (1) een beslissing die genomen dient te worden door één of meerdere aandeelhouders die een gewone meerderheid bereiken en (2) een onderwerping van de beoogde uitkering, binnen de meest courante vennootschapsvormen NV en BV, aan respectievelijk de nettoactietest en nettoactietest én liquiditeitstest. Daarnaast impliceert het indirecte rendement op een aandelenparticipatie de waardestijging van de onderliggende aandelen waarbij het verschil tussen de aan- en verkoopprijs indachtig moet genomen worden. Dit indirecte rendement kan dan ook pas gerealiseerd worden bij de verkoop van de aandelen. Veelal ligt het gegeven of er een waardestijging, dan wel een waardedaling plaatsvindt bij de kwaliteit van het bestuursorgaan die naast de dagelijkse werking van de onderneming instaat voor de creatie van aandeelhouderswaarde.

Een laatste beweegreden waartoe crowdlending als een geschikt financieringsinstrument binnen het kader van vastgoedontwikkeling beschouwd kan worden, dienen we te zoeken in hoe vastgoedprojecten werkelijk worden gefinancierd. Binnen de scope van residentiële vastgoedontwikkeling worden financieringsstructuren in het merendeel van de gevallen opgezet via projectfinanciering. Hierbij kan projectfinanciering gedefinieerd worden als een fondsenwerving die plaatsvindt op een “limited-recourse” of “non-recourse” basis ter financiering van een economisch afgescheiden investeringsproject waarbij de kapitaalverschaffers bij het beoordelen van de haalbaarheid van het project in hoofdzaak de

kasstromen hiervan in ogenschouw neemt als een bron om de verstrekte leningen af te lossen en het rendement op hun vermogen na te streven. Uit bovenstaande definiëring kunnen we afleiden dat de kasstromen bij projectfinanciering van primordiaal belang zijn en het desbetreffende vastgoedproject als een kasstroomproducerend investeringsproduct kan gecatalogeerd worden. Bijgevolg kunnen de inkomende kasstromen uit het vastgoedproject aangewend worden om de in de financieringsmix gestructureerde leningen af te lossen, waardoor aldus crowdlending een geschikt financieringsinstrument is binnen het kader van vastgoedontwikkeling.

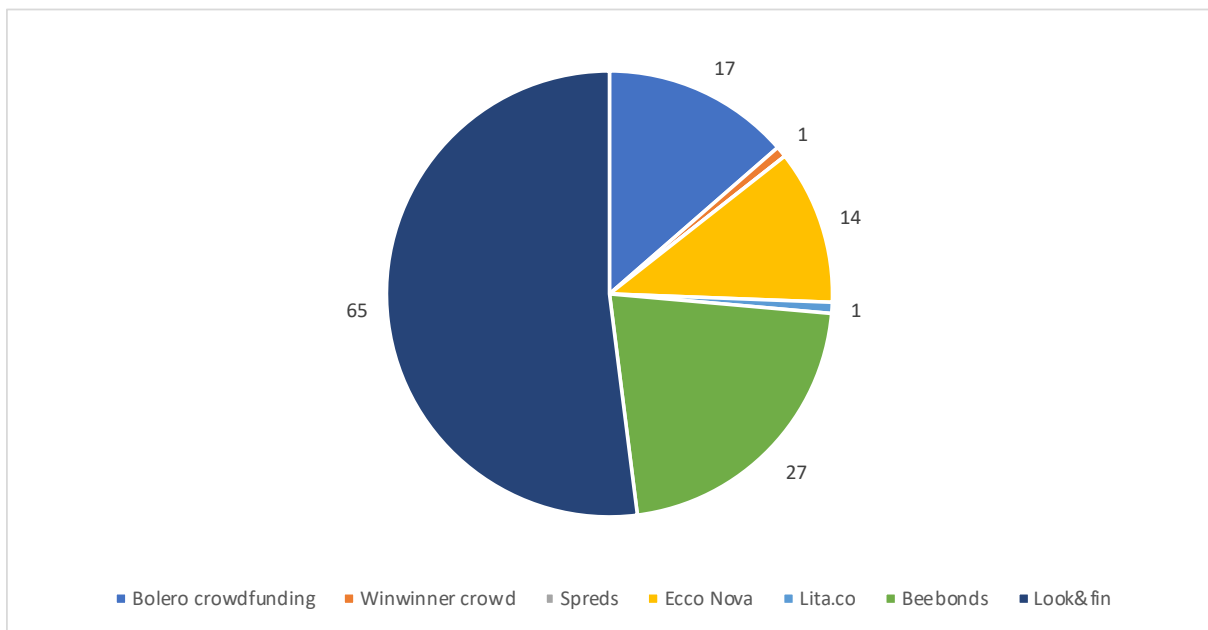
(Finnerty, 2007)

Er is met andere woorden geen noodzaak om als kleine of middelgrote bouwpromotor het kapitaal open te stellen aan externe investeerders door een equity crowdfundingcampagne te initiëren wanneer men via crowdlending de onafhankelijkheid kan behouden. Aangezien de voorwaarden bij crowdlending afgestemd kunnen worden op de kasstroomkenmerken van het vastgoedproject, vormt crowdlending omwille van deze reden ook binnen het kader van vastgoedontwikkeling een geschikt financieringsinstrument. Weliswaar zorgt het feit dat crowdlending bij bouwpromotoren huidig de geprefereerde formule is niet voor de zienswijze dat equity crowdfunding niet binnen het kader van vastgoedontwikkelaar kan gebruikt worden.

Vraag 3. Hoe groot is de markt huidig voor crowdlending inzake vastgoedontwikkeling?

Een ander aspect waar we onder dit tweede gedeelte niet anders dan moeten bij stilstaan is de schaal waarbij fondsen via crowdlending vloeien naar vastgoedontwikkelaars en/of -handelaars. Om een antwoord te kunnen formuleren op deze vraag zullen we een analyse maken van hoe de markt van crowdlending zich huidig verhoudt tot de vastgoedsector. Deze analyse is een gestoeld op een gegevensverzameling van de websites van verschillende aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten in België. Deze betreffen Bolero crowdfunding, Winwinner crowd, Spreds, Ecco Nova, Lita.co, Beebonds en Look&fin. Ook strekt deze analyse zich niet tot een welbepaalde tijdshorizon, maar omvat deze analyse wel een totaalbeeld van alle projecten die tot op heden op Belgisch grondgebied werden aangeboden.

In onze analyse zullen we vooreerst een blik werpen naar het aantal vastgoedprojecten die via crowdlending werden gefinancierd. Een eerste opmerkelijkheid die we bij onze analyse hebben aangetroffen is dat niet ieder crowdfundingplatform dat in België actief is vastgoeddossier begeleiden. Zo konden we bij crowdfundingplatform Spreds bemerken dat deze tot op heden geen vastgoedprojecten heeft aangeboden. Daarnaast waren de andere crowdfundingplatformen Bolero crowdfunding, Winwinner crowd, Ecco Nova, Lita.co, Beebonds en Look&fin goed voor een totaal van 125 aangeboden vastgoedprojecten volgens onderstaande verhouding.

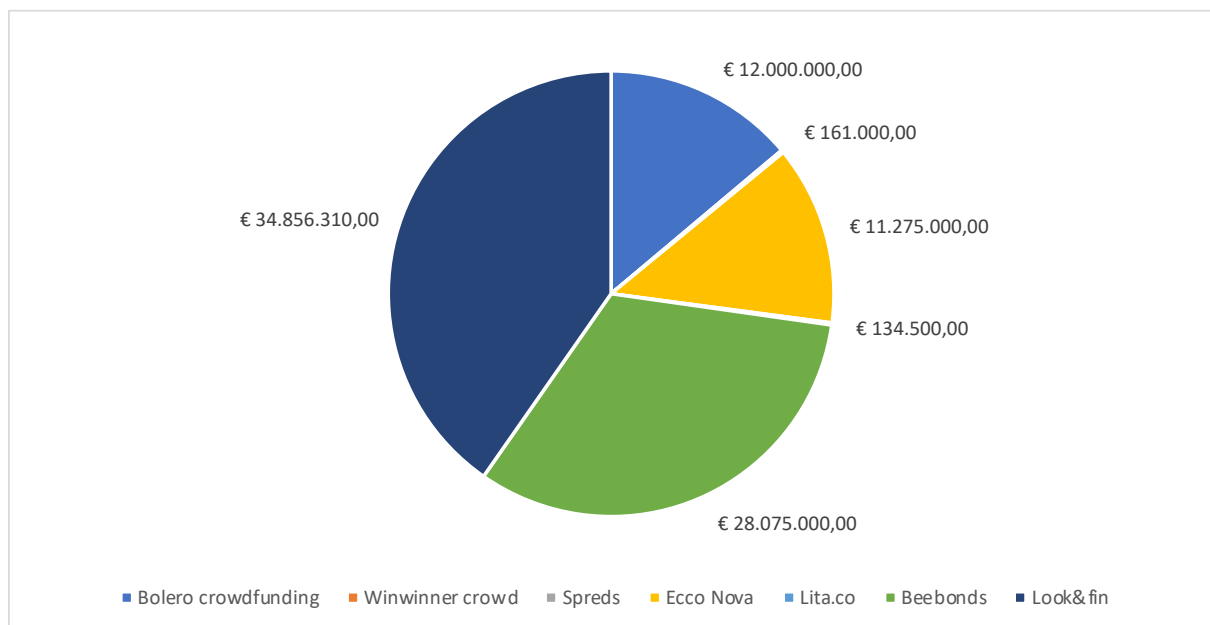


Figuur 13 Totaal aantal aangeboden vastgoedprojecten tot op heden via crowdfundingplatformen in België (eigen analyse)

De reden waartoe het ene crowdfundingplatform wel vastgoedprojecten aanbiedt en het andere niet kan eenvoudigweg gezocht worden in het feit dat de begeleiding van financieringsdossiers inzake projectontwikkeling een gespecialiseerde know-how vereist bij het due diligence onderzoek, die mogelijks niet alle crowdfundingplatformen in huis hebben. Een andere reden waartoe Spreds tot op heden geen vastgoedprojecten heeft aangeboden, bestaat uit het feit dat dit crowdfundingplatform zich richt tot een zeer specifieke niche inzake crowdfunding. Spreds valt namelijk te klasseren als een hoofdzakelijk aandelen-gebaseerde crowdfundingplatform waarbij het overgrote deel van de aangeboden projecten onder de Tax shelter voor startende of groeiende ondernemingen ressorteren zoals onder deel 1 aangehaald.

Ook kunnen we op figuur 13 aantreffen dat het aantal crowdfundingdossiers zeker en vast niet gelijk verdeeld zijn over de verschillende crowdfundingplatformen. Zo kunnen we Look&fin met een trackrecord van 65 aangeboden projecten als het ware als de marktleider in België beschouwen inzake het aantal aangeboden projecten. Daarnaast volgen Beebonds, Bolero crowdfunding en Ecco Nova met respectievelijk 27, 17 en 14 aangeboden projecten. Winwinner crowd en Lita.co waren slechts goed voor elk één aangeboden vastgoedproject.

Bovendien wensen we ook de aandacht te vestigen op het totale bedrag dat voor de vastgoedsector via crowdlending werd opgehaald. Uit onze analyse blijkt dat alle crowdfundingplatformen samen tot op heden een totaal bedrag van 86 501 810 euro aan fondsen hebben doen laten vloeien naar de vastgoedsector.



Figuur 14 Totaal aan opgehaalde fondsen tot op heden via crowdfundingplatformen in België voor de vastgoedsector (eigen analyse)

Figuur 14 geeft aan dat de opgehaalde fondsen voor vastgoedprojecten per crowdfundingplatform zich in grote lijnen verhoudt tot de totaal aangeboden vastgoedprojecten per crowdfundingplatform zoals weergegeven in figuur 13. Hierbij waren crowdfundingplatformen Look&fin en Beebonds goed voor een respectievelijk opgehaald bedrag van 34 856 310 euro en 28 075 000 euro voor vastgoedprojecten. Daarnaast vloeide er via Bolero crowdfunding en Ecco Nova een bijna gelijkaardig bedrag van respectievelijk 12 000 000 euro en 11 275 00 euro naar vastgoedprojecten. Waar reeds in figuur 13 duidelijk

werd dat Winwinner crowd en Lita.co tot op heden slechts 1 vastgoedproject hebben aangeboden, beperkt het volume aan fondsen zich dan ook tot respectievelijk een bedrag van 161 000 euro en 134 500 euro.

Het hoogste bedrag dat tot op heden werd opgehaald voor een vastgoedproject bedraagt 2 670 000 euro door Cayman group voor de ontwikkeling van een nieuw hotel op de Kouter in het centrum van Gent. Deze fondsen zullen bijdragen aan de lancering van een nieuwe Marriott Group-hotelketen, genaamd Moxy. Uit de informatienota⁶ blijkt dat er oorspronkelijk werd beoogd om een bedrag van 4 000 000 euro op te halen bijkomend op de reeds toegekende fondsen door KBC Bank NV. Echter werd er bij de fondsenwerving slechts een bedrag opgehaald van 2 670 000 euro waarbij de fondsen toch werden toegekend aan Cayman group doordat het minimaal op te halen bedrag werd vastgelegd op 2 000 000 euro. Overigens werd er voor een obligatie-uitgifte geopteerd waarbij investeerders kunnen rekenen op een rente van 6,5% voor een looptijd van 4 jaar. Onderstaand kan men enkele sfeerbeelden aantreffen van het te realiseren hotelproject.

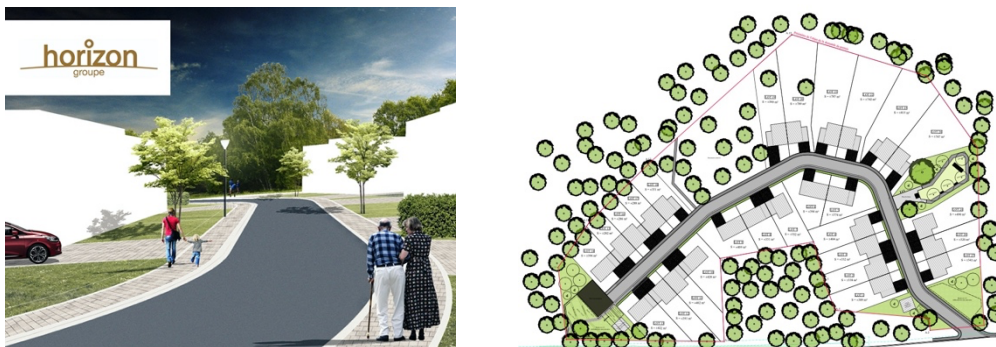


Figuur 15 Nieuw te realiseren hotelproject Moxy in Gent

Waar we ons echter hebben voorgenomen om ons hoofdzakelijk te richten op residentiële vastgoedontwikkeling halen we nog een residentieel vastgoedproject aan waarbij er een bedrag van 2 500 000 euro werd opgehaald, wat overigens kwalificeert als de tweede crowdfundingcampagne waarvoor de meeste fondsen werden opgehaald. Deze fondsenwerving vond plaats op crowdfundingplatform Ecco Nova door Horizon Groupe voor de financiering van het Saive-project, een woonwijk van 27 eengezinswoningen in het dorpje

⁶ Bijlage 7

Saive aan de rand van Luik. Gelet op het feit dat Ecco Nova steevast duurzame projecten wenst aan te bieden, betreft dit project waarbij de ruwbouw van de woningen uitgevoerd zullen worden in een houtskeletbouw en voorzien worden van de noodzakelijk energie-efficiënte systemen. Investeerders die inschrijven op de lening kunnen rekenen op een jaarlijkse interestvoet van 3% voor een looptijd van 4 jaar. Frappant is dat de interestvoet bij deze lening dermate laag ligt in vergelijking met andere vastgoedprojecten die worden aangeboden. Dit komt doordat de lening werd afgesloten met zekerheden. Zo werd er (1) een hypotheek in eerste rang gevestigd voor een bedrag van 500 000 euro in hoofdsom en drie jaar rente, (2) een hypotheekmandaat gesteld tot het bedrag van de lening verminderd met het bedrag van de hypotheekregistratie en drie jaar rente, (3) een hoofdelijke en ondeelbare borgstelling verleend door NV Invest minguet gestion ten gunste van Ecco Nova finance, het financieringsvehikel van dit crowdfundingplatform waar de leningen via verlopen, (4) een hoofdelijke en ondeelbare borgstelling verleend door NV MIMOB ten gunst van Ecco Nova Finance en (5) de verbintenis van de projectontwikkelaar om geen aanvullende garanties te geven op de bovengenoemde garanties ten aanzien van derden zonder de voorafgaande en uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van Ecco Nova Finance. Door het stellen van deze garanties kan het crowdfundingplatform de lening aanbieden aan aantrekkelijkere voorwaarden.



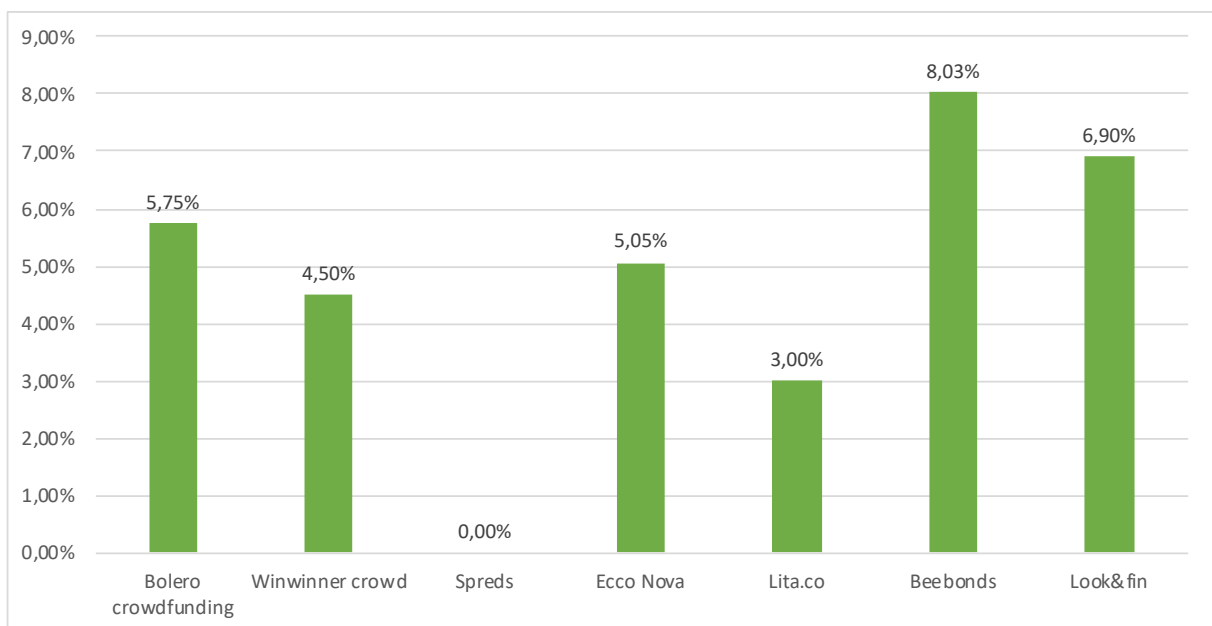
Figuur 16 Sfeerbeelden project Horizon Saive

Wat betreft het laagste bedrag dat via crowd lending voor vastgoedontwikkeling werd opgehaald, bedraagt 134 500 euro door Ethical Property Europe via een obligatie-uitgifte. Dit bedrijf richt zich namelijk op de ontwikkeling van zogenaamde duurzame en sociale kantoren en vergaderruimtes voor organisaties die sociale verandering nastreven.

Tot slot wensen we nog kort in te gaan op enkele gemiddelden die hun relevantie binnen deze analyse hebben. Zo konden we bij het uitvoeren van onze analyse ook gegevens aantreffen

aangaande het gevraagde interestpercentage en de looptijd van de lening of obligatie. Hiervan hebben onderstaande grafieken in gemiddelden voorzien van het gevraagd interestpercentage en looptijd per crowdfundingplatform.

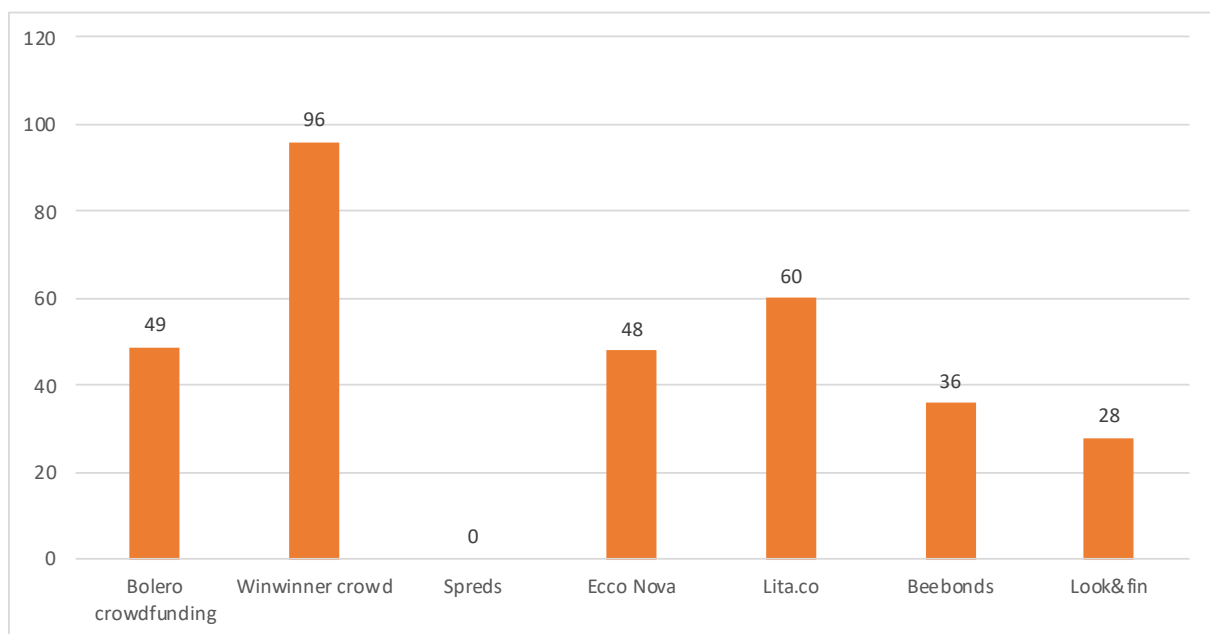
Wat betreffen de interestpercentage die bij crowdlending van vastgoedprojecten worden geboden, kunnen we vooreerst stellen dat de minima en maxima een grote vork aannemen. Zo hebben we interestpercentages zo laag als 1,75%, die in het kader van een winwinlening werden geboden, en zo hoog als 10% teruggevonden. Onderstaande figuur duidt het gemiddelde interestpercentage aan dat over de verscheidende crowdlendingcampagnes werd geboden die via de respectievelijke crowdfundingplatform verliepen.



Figuur 17 Gemiddeld interestpercentage per crowdfundingplatform inzake vastgoedontwikkeling (eigen analyse)

Figuur 17 duidt dan ook de voorheen aangehaalde grote kloof aan tussen de verschillende gevraagde interestpercentages. Het valt evenwel op dat de interestpercentages bij crowdfundingplatformen Beebonds en Look&fin een waarde aannemen van respectievelijk 8,03% en 6,90%. Aldus kan redelijkerwijs aangenomen worden dat deze platformen de iets risicvollere crowdlendingcampagnes aanbieden. Een andere opmerkelijkheid vormt het feit dat het interestpercentage bij Spreds 0% bedraagt. Dit komt doordat we reeds eerder hebben aangehaald dat Spreds nog geen vastgoedgeoriënteerde crowdlendingcampagne heeft aangeboden.

Overigens hebben we ook een onderzoek verricht naar de looptijden die aan een crowdlendingfinanciering gepaard gaan. Hierbij kan geconcludeerd worden dat de meeste looptijden zich bevinden tussen de 36 maanden en 60 maanden of 3 jaar en 5 jaar. Twee opmerkelijkheden kunnen we op onderstaande figuur aantreffen, namelijk (1) het hoge gemiddelde bij crowdfundingplatform Winwinner crowd en het (2) het lagere gemiddelde bij crowdfundingplatform Look&fin. De reden waartoe het gemiddelde bij crowdfundingplatform Winwinner crowd dermate hoog ligt, is omwille van het feit dat dit crowdfundingplatform tot op heden slechts één vastgoedproject heeft aangeboden. Anders kan men bij crowdfundingplatform Look&fin voornamelijk aangeboden vastgoedprojecten terugvinden met een financieringslooptijd die rond de 24 maanden of 2 jaar ligt waardoor dit het gemiddelde sterk omlaag trekt. Ook halen we weerom aan dat het een logisch feit vormt dat de gemiddelde looptijd bij crowdfundingplatform Spreds 0 maanden bedraagt doordat deze nog geen vastgoedproject heeft aangeboden.



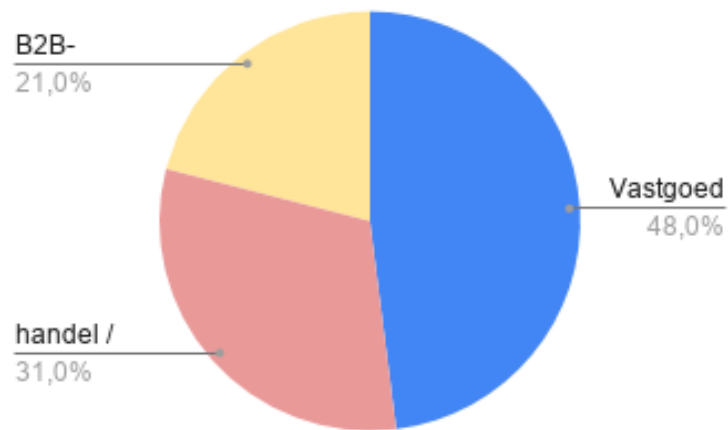
Figuur 18 Gemiddelde financieringslooptijd per crowdfundingplatform inzake vastgoedontwikkeling (eigen analyse)

Gelet op de nog jonge bestaansgeschiedenis van crowdfunding an sich laat bovenstaande analyse er ons toch toe besluiten dat inzake de financiering van vastgoedprojecten een duidelijk tendens aanwezig is waarbij vastgoedontwikkelaars zich steeds meer richten tot aanbieders van alternatieve-financieringsdiensten bij de samenstelling van financieringsdossiers. Waar de opgehaalde fondsen en het aantal gefinancierde projecten

nog bescheiden volumes aannemen, mag de significantie en het belang van deze alternatieve financieringswijze huidig en vooral naar de toekomst toe niet onderschat worden.

Uit een evaluatie van het eerste kwartaal van 2021 door crowdfundingplatform Look&fin, heeft dit crowdfundingplatform in haar eerste kwartaal in totaal 29 crowdfundingdossier begeleid, online geplaatst en gefinancierd. Het totale bedrag hiervan was zo'n 10 miljoen euro. In een year-to-year vergelijking kan Look&fin een toename waarnemen van 70% in het totaal aantal begeleide dossiers. Het meest frappante uit deze evaluatie blijkt dat vastgoed de sector is waarin het meeste gefinancierd werd, met een vertegenwoordigend percentage van 48% of zo'n 14 vastgoeddossiers.

(Look&fin, 2021)



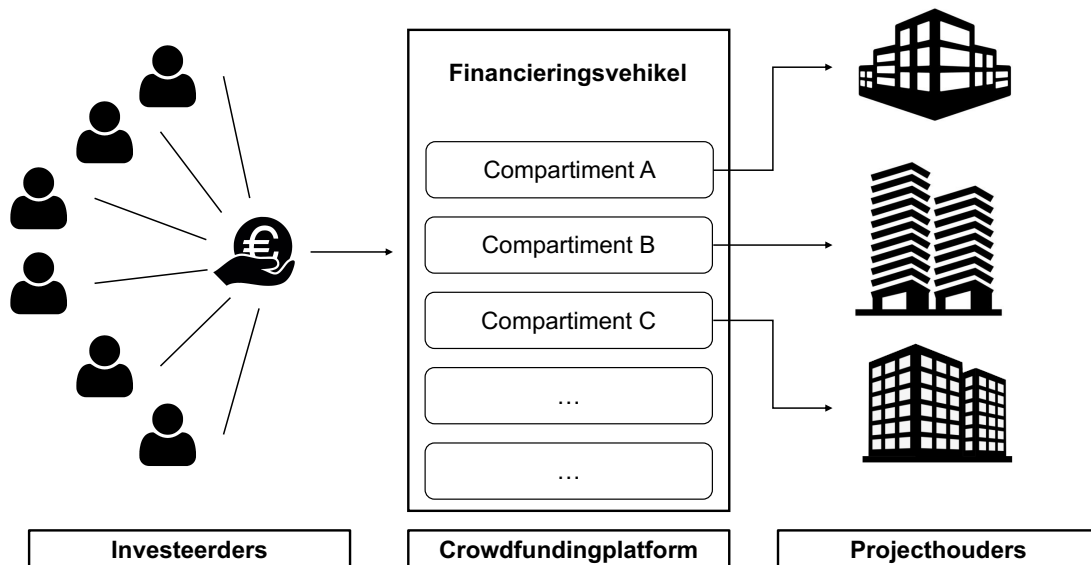
Figuur 19 Kwartaalevaluatie Look&fin Q1 2021 financieringsvolume op sectorniveau (Look&fin, 2021)

Algemeen kan men dus besluiten dat de vastgoedsector als het ware meerijdt op het succes van de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding en men er ongetwijfeld kan van uitgaan dat vastgoedprojecten naar de toekomst toe meer en meer via deze weg gefinancierd zullen worden. Er kunnen namelijk aantrekkelijke rendementen geboden worden, al dan niet in combinatie met fiscale gunstmaatregelen, waarbij de belegger kan kiezen tussen projecten met verschillende risicokarakteristieken.

De gebruikte gegevensverzameling voor deze analyse kan u in bijlage⁷ terugvinden.

⁷ Bijlage 8

Vraag 4. Hoe structureert het crowdfundingplatform de leningen?



Figuur 20 Structurering van een crowdlendingoperatie

In de praktijk merken we op dat de financiële crowdfundingplatformen in België bij het aanbieden van crowdlending in het merendeel van de gevallen de leningen op een onrechtstreekse wijze laten tot stand komen. Crowdfundingplatformen werken dan ook meestal met twee afzonderlijke vennootschappen, waarbij de ene instaat voor het aanbieden van de diensten als crowdfundingplatform en de andere vennootschap ten dienste staat als financieringsvehikel. Binnen deze vraagstelling is het evenwel duidelijk dat we verder wensen in te gaan op het gebruik van dit financieringsvehikel.

Dit financieringsvehikel dient binnen deze context geïnterpreteerd te worden in de zin van artikel 4, 7° Crowdfundingwet. Dergelijk financieel vehikel doelt alle leningen die via het crowdfundingplatform verlopen te groeperen en het totaal opgehaalde bedrag te investeren in één keer in het desbetreffend bedrijf of project. De investeerder die deelneemt aan een fondsenwerving via een crowdfundingplatform, zal zijn geld dan ook in eerste instantie uitlenen aan het financieringsvehikel. Elke lening die via dit financieringsvehikel verloopt zal verder worden ondergebracht in aparte compartimenten zoals op bovenstaande figuur te bezichtigen valt. De beweegreden van deze compartimentering kan gezocht worden in een scenario van default waardoor een wanbetaling in project A geen invloed zal hebben op de terugbetaling van de lening aan project B. Er wordt hier duidelijk niet de bundeling van risico's of de

collectieve belegging van fondsen beoogt, waar dit overigens expliciet verbonden wordt in artikel 4, 7° Crowdfundingwet.

Voorts is er zoals aangehaald wel sprake van een groepering van fondsen binnen één en dezelfde fondsenwerving. De fondsen van de afzonderlijke investeerders binnen een crowdfundingcampagne worden via het financieringsvehikel gebundeld en vervolgens aan de ontlenaar toegekend in één enkele lening, tegen de afgesproken modaliteiten. Deze groepering laat dan ook een deugdelijk bestuur binnen de onderneming van de projecthouder toe waardoor de projecthouder niet met tal van afzonderlijke leningsovereenkomsten dient rekening te houden. Ook vergemakkelijkt een financieel vehikel het opzetten van garantiemechanismen zoals bijvoorbeeld een hypothecaire inschrijving ten behoeve van kredietverstrekkers. Investeerders dienen hierbij de fondsen over te maken op de bankrekening van het financieringsvehikel waardoor iedere afzonderlijke lening tussen investeerder en financieringsvehikel gematerialiseerd wordt in een leenovereenkomst op naam en genummerd.

(Look and fin, z.d.) (Ecco Nova, z.d.)

Wanneer we de recentste jaarrekening⁸ bekijken van Lookandfin finance NV, het financieringsvehikel van crowdfundingplatform Look&Fin, kunnen we duidelijk opmerken dat deze vennootschap louter een overhevelende functie van fondsen heeft. Op de balans van dit financieringsvehikel treffen we duidelijk op de actiefzijde de uitstaande leningen aan projecthouders aan, geboekt onder vordering op meer of minder dan één jaar. Op de passiefzijde vinden we dan weer voor eenzelfde bedrag als op de actiefzijde de schulden van dit financieringsvehikel ten aanzien van investeerders die de uitgeleende bedragen vertegenwoordigen.

Vraag 5. Aan welke voorwaarden moet de bouwpromotor voldoen om een crowdfundingcampagne te kunnen houden?

Algemeen mag men aannemen dat de Belgische crowdfundingplatformen die crowdlending aanbieden en overigens vastgoeddossiers begeleiden hun eigen voorwaarden hebben ontwikkeld aangaande welke vastgoedprojecten ze al dan niet op hun platform wensen aan te bieden. Om op deze vraag een praktisch antwoord te bieden, zullen we de voorwaarden

⁸ Bijlage 9

bekijken die drie financiële crowdfundingplatformen Ecco Nova, Look&Fin en Beebonds stellen, die overigens een aanzienlijk aandeel aan vastgoeddossiers binnen hun aanbod aan investeringsdossiers begeleiden.

Vooreerst stelt crowdfundingplatform Ecco Nova enkele algemene voorwaarden die volgende vorm aannemen: :

- De projecthouder beschikt over alle vergunningen en autorisaties die nodig zijn om het project uit te voeren. In het kader van vastgoedontwikkeling kan dan voornamelijk gedacht worden aan een noodzakelijke omgevingsvergunning.
- Het bedrijf van de projecthouder moet in een financieel gezonde situatie verkeren. In een verdere definiëring hieromtrent wordt er niet voorzien.
- Een bank moet bereid zijn het grootste deel van het project te financieren, waarbij crowdlening louter dient om het eigen vermogen aan te vullen.
- De projecthouder heeft minimaal 10% aan eigen vermogen beschikbaar voor zijn project.

Verder moeten de voorgestelde projecten bij Ecco Nova bijdragen aan de energietransitie en voldoende rentabiliteit vertonen waarbij criteria zoals de interne rentabiliteitsratio (IRR), terugbetalingscapaciteit van het beoogde krediet, het technisch risico en de solvabiliteit van de projecthouder geëvalueerd worden.

Omtrent de specifieke criteria voor vastgoedontwikkelaars, wenst Ecco Nova louter vastgoedprojecten aan te bieden met een hoge energieprestatie en die aldus bijdragen tot de voorheen aangehaalde energietransitie. Iedere vastgoedontwikkelaar dat met een project zijn steentje kan bijdragen tot deze transitie kan via Ecco Nova zijn financieringsbehoefte invullen voor een bedrag dat ligt tussen 100 000 en 5 000 000 euro. Daarnaast dient de vastgoedontwikkelaar minimaal 3 succesvolle projecten te rechtvaardigen en het jaarlijkse primaire energieverbruik van het toekomstige gebouw mag niet hoger zijn dan 100kWh/m²/jaar.

(Ecco Nova, z.d.)

Anders gelden er bij crowdfundingplatform Look&Fin voor vastgoedontwikkelaars iets strengere voorwaarden dan bij Ecco Nova. Zo moet de vastgoedontwikkelaar die een crowdfundingdossier indient minstens beschikken over 10 jaar ervaring in het beheer van

vastgoedontwikkelingsprojecten en minimum 5 projecten reeds hebben voltooid. Overigens dient één van deze projecten een omzet te hebben van meer dan 2,5 miljoen euro en wordt er een historische marge van 10% vereist.

(De Backer, 2020)

Als laatste dient de vastgoedontwikkelaar bij crowdfundingplatform Beebonds minimaal aan volgende voorwaarden voldoen (1) een project met een minimale totale kostprijs van 2 000 000 euro, (2) er werd reeds een financiering door de bank toegekend, (3) men wenst minimaal 500 000 euro te verwerven via crowdlending waarvan dit bedrag maximaal 75% vertegenwoordigt van de door de bank gevraagde “eigen inbreng” en (4) men moet beschikken over een bouwvergunning waartegen geen beroep is aangetekend.

(Beebonds, z.d.)

Vraag 6. Welke beweegredenen zijn er om als bouwpromotor een fondsenwerving via crowdfunding te houden?

Allicht de belangrijkste vraag binnen deze Q&A betreft welke beweegredenen er zijn voor de bouwpromotor om een crowdfundingcampagne te bewerkstelligen. Samenvattend kan gesteld worden dat de hoofdzakelijke reden om als bouwpromotor een fondsenwerving via crowdfunding te houden de mobilisatie van het eigen vermogen betreft. Aangezien vastgoedontwikkeling een zeer kapitaalintensieve activiteit omhelst, kan het beperkte eigen vermogen waarmee een bouwpromotor dient te werken er soms toe leiden dat deze ontwikkelingskansen moet laten schieten. Hierbij zal men in de praktijk slechts zelden een bouwpromotor tegenkomen die eigen middelen op overschot heeft, maar wel altijd een te kort aan eigen middelen heeft om meerdere vastgoedprojecten tegelijkertijd te initiëren en op stapel te brengen. Gelet op de voorheen aangehaalde financieringsproblematiek en hogere eigen vermogensvereisten die banken stellen ten aanzien van bouwpromotoren, kan men onderstellen dat een fondsenwerving via crowdfunding de vastgoedontwikkelaar toegang geeft tot een nieuwe financiële partner buiten het traditionele bankwezen.

Waar onder vraag 2 duidelijk werd dat het populairste crowdfundingmodel bij vastgoedontwikkelaars crowdlending betreft, zullen de uitgeleende financiële middelen toch ten dienste staan voor de versterking van het eigen vermogen van de ontwikkelaar en spreken

we van zogenaamde "mezzanine-" of "junior-" financieringen. Volgens François Jacquet zijn er dan ook twee onderscheiden mogelijkheden waarbij een vastgoedontwikkelaar beroep kan doen op de diensten van een crowdfundingplatform.

In een eerste scenario komt het crowdfundingplatform tussen in de financiering op projectniveau als aanvulling op de bank, ook wel "project finance" genaamd. Hierbij wordt de lening die via het crowdfundingplatform verloopt, gestructureerd binnen de financieringsmix van het vastgoedproject. Ook al kan men redelijkerwijs achten dat een lening in eerste instantie een kwalificatie binnen het vreemd vermogen ondergaat, toch zal de bank bij de beoordeling van het financieel plan de lening via een crowdfundingplatform beschouwen als "quasi-eigen vermogen". Hierdoor zal de vastgoedontwikkelaar zijn eigen inbreng kunnen beperken tot het verschil tussen het vereiste eigen vermogen gesteld door de bank en de opgehaalde fondsen via het crowdfundingplatform. Aldus zal het eigen vermogen dat ondervangen wordt door de fondsen die worden opgehaald via het crowdfundingplatform, aangewend kunnen worden voor de realisatie van andere vastgoedprojecten. De mobilisering en deblokkering van het eigen vermogen binnen één vastgoedproject staat hier dan ook centraal. Aan deze lening zal meestal een waarborg met een hypotheek in eerste of tweede rang op het in aanbouw zijnde bouwwerk genomen worden.

Een tweede soort financiering waarin een crowdfundingplatform kan voorzien is op ondernemingsniveau, ook wel "corporate finance" genaamd. In deze situatie zullen de opgehaalde fondsen dienen voor de financiering van het werkkapitaal of de (her)financiering van de tranche aan eigen vermogen in een welbepaalde onroerend goed van de vastgoedontwikkelaar. De fondsen worden aldus niet gestructureerd in de financieringsmix van één welbepaald project. De lening zal in deze situatie ofwel aangewend worden ter invulling van de steeds grotere behoefte aan werkkapitaal, dan wel om het eigen vermogen in een investeringsproject terug liquide te maken. Ter waarborging van deze schuld gaat het crowdfundingplatform in samenspraak met de vastgoedontwikkelaar op zoek naar een pand binnen de portefeuille met goederen van de ontwikkelaar om een hypotheek in eerste rang of tweede rang te kunnen vestigen. Door deze waarborgen te stellen, kunnen er interessantere rentevoeten aangeboden worden die toch het risico afdoende compenseren. Algemeen kan men aannemen dat deze vorm van financiering geschikt is voor de sterk groeiende vastgoedontwikkelaar die jaarlijks aanzienlijke bedragen dient te investeren in de uitbreiding van het werkkapitaal.

(De Tijd, 2020)

Naast het mobiliseren van het eigen vermogen van de bouwpromotor, kunnen deze mezzanine leningen via crowdfunding ook voor een zogenaamde hefboomeffect op het eigen vermogen zorgen. Waar in het algemeen banken er mee instemmen om 60 tot 80% van het totale bedrag van een residentieel vastgoedproject te financieren, kan men rederlijkerwijs achten dat de overige 20 tot 40% dient te komen uit ofwel een eigen inbreng, dan wel uit voorverkopen gerealiseerd bij een verkoop op plan onder de Wet Breyne.

Verder zullen we dit hefboomeffect aantonen aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. In dit voorbeeld gaan we ervan uit dat de totale kostprijs van het vastgoedproject 1 miljoen euro bedraagt waarbij de bank een eigen inbreng van 30% vereist en de overige 70% van de projectkost zal financieren. Voor de eenvoudigheid houden we geen rekening met eventuele voorverkopen die de bank in het merendeel van de gevallen wel zijn vereisen en eventuele belastingen. Daarnaast staat vast dat de vastgoedontwikkelaar een bruto winstmarge op zijn project zal realiseren van 15% op de kostprijs of 150 000 euro en de duurtijd van het project en bijhorende financiering drie jaar bedraagt.

Onderstaande figuur toont de standaard financieringsmix die in deze situatie gebruikt zou worden. Er wordt een eigen inbreng van de bouwpromotor gedaan van 300 000 euro en de bank financieert 70% of 700 000 euro aan een jaarlijkse rentevoet van 2,00%. Het totale interestbedrag dat over een looptijd van drie jaar dient betaald te worden bedraagt 42 000 euro. Aldus behelst de netto winstmarge die de bouwpromotor realiseert 108 000 euro wat het verschil betreft tussen de bruto winstmarge van 150 000 euro en het totale interestbedrag van 42 000 euro. Het totale en jaarlijks rendement op het eigen vermogen dat kan gerealiseerd worden bij een standaard financieringsmix bedraagt dan ook respectievelijk 36,00% en 12,00%.

Standaard financieringsmix		
Eigen vermogen	30,00%	€ 300.000,00
Bankfinanciering	70,00%	€ 700.000,00
Jaarlijkse rentevoet bank	2,00%	€ 14.000,00
Totaal interestbedrag		€ 42.000,00
Netto winstmarge	10,80%	€ 108.000,00
Totaal rendement op eigen vermogen:		36,00%
Jaarlijks rendement op eigen vermogen:		12,00%

Figuur 21 Standaard financieringsmix (eigen bewerking) (Bouwen aan Vlaanderen, 2019)

Waar het voorheen aangehaalde hefboomeffect nu eenmaal in een vastgoedproject gerealiseerd kan worden, is bij het toevoegen van een crowdlendingtranche binnen de financieringsmix onder het eigen vermogen. Hierbij wordt de oorspronkelijke eigen inbreng van 30,00% of 300 000 euro gereduceerd naar 10% of 100 000 euro en wordt er via een crowdfundingoperatie zogenaamde mezzanine financiering opgehaald voor het resterende bedrag van 20% of 200 000 euro zodoende het eigen vermogen van 30% die de bank vereist geërbiedigd kan worden. Ter aanvulling van het eigen vermogen wordt er opnieuw overeengekomen dat de bank de overige 70% of 700 000 euro van de kostprijs financieert.

Aangezien de tranche aan crowdlending een kwalificatie als mezzanine financiering ondergaat, brengt dit inherent een hogere interestvoet met zich mee die we in dit geval begroten op 7,00%. Het jaarlijkse interestpercentage dat de bank vereist blijft dezelfde 2,00%. Gedurende de looptijd van deze financieringen die overigens opnieuw drie jaar betreft, zal er op beide leningen een totaal interestbedrag van 84 000 euro betaald moeten worden. Hierdoor komt men in deze situatie op een uiteindelijke netto winstmarge van 66 000 euro op dit vastgoedproject. Het totale en jaarlijks rendement op het eigen vermogen dat kan gerealiseerd worden bij een standaard financieringsmix bedraagt dan ook respectievelijk 66,00% en 22,00%.

Standaard financieringsmix + crowdlending			
Eigen vermogen	30,00%	€	300.000,00
Eigen middelen	10,00%	€	100.000,00
Crowdlending	20,00%	€	200.000,00
Bankfinanciering	70,00%	€	700.000,00
Jaarlijkse rentevoet crowdlending	7,00%	€	14.000,00
Totaal interestbedrag		€	42.000,00
Jaarlijkse rentevoet bank	2,00%	€	14.000,00
Totaal interestbedrag		€	42.000,00
Netto winstmarge		€	66.000,00
Totaal rendement op eigen vermogen:			66,00%
Jaarlijks rendement op eigen vermogen:			22,00%

Figuur 22 Standaard financieringsmix aangevuld met een crowdlending tranche (eigen bewerking) (Bouwen aan Vlaanderen, 2019)

Waar men in de tweede situatie een beduidend lagere netto winstmarge, 66 000 euro in plaats van 108 000 euro, realiseert, leidt deze lagere marge frappant genoeg toch tot een bijna verdubbeling van het rendement op het eigen vermogen. Dit hoger rendement op het eigen vermogen is te verklaren doordat de initiële eigen inbreng daalt van 300 000 euro in de eerste

situatie tot 100 000 euro in de tweede situatie. Aldus leidt de lagere netto winstmarge toch tot een creatie van het hefboomeffect.

(Bouwen aan Vlaanderen, 2019)

Vraag 7. Voor welke vastgoedontwikkelaars is crowdfunding geschikt?

Zoals reeds aangehaald onder deel 1 speelt de financieringsproblematiek zich voornamelijk bij kmo's. Eenzelfde redenering kan doorgetrokken worden binnen het kader van vastgoedontwikkeling. Middelgrote vastgoedontwikkelaars, die projecten van 5 tot 15 miljoen of gemiddeld een dertigtal nieuwbouwappartementen bouwen, dienen alsmaar creatiever om te springen bij de samenstelling van de financieringsmix zodoende meerdere projecten tegelijkertijd te ontwikkelen. Ook kleinere vastgoedontwikkelaars kunnen steeds moeilijker de financiering via het bankwezen rondkrijgen. De zware administratieve verplichtingen waaraan de (groot)banken huidig onderhevig zijn, zorgen er namelijk voor dat kleinere operaties vaak niet meer rendabel zijn.

Gelet op de voorwaarden aangehaald onder vraag 4, waaraan een vastgoedontwikkelaar dient te voldoen bij het indienen van een crowdfundingdossier, mogen we toch stellen dat zowel de kleine, middelgrote als grote ontwikkelaar beroep kan doen op crowdfunding. Waar we in het eerste deel poneerden dat crowdfunding in se een alternatieve financieringstechniek is ten behoeve van de overbrugging van de start-up en scale-up equity gap, dienen we de mogelijkheid waarbij een startende vastgoedontwikkelaar een crowdfundingcampagne kan houden toch ten stelligste te nuanceren. Vooraleer een crowdfundingcampagne live kan gaan, zal het platform in het merendeel van de gevallen een welbepaalde trackrecord vereisen waarbij de vastgoedontwikkelaar zal moeten aantonen dat hij in het verleden reeds enkele projecten gerealiseerd heeft en de winstmarge hierop kan aantonen. In het kader van vastgoedontwikkeling kan crowdfunding dan ook eerder een rol aannemen van scale-up financiering in plaats van start-up financiering, door deze vereiste trackrecord.

(Attout, 2017)

Vraag 8. Welke garanties moet een vastgoedontwikkelaar aanbrengen bij crowdlending?

Vooraleer we overgaan tot de voornamelijkste garanties die in het kader van crowdlending aan investeerders geboden kunnen worden, dienen we vooreerst te onderstellen dat de bank conventioneel een hypotheek in eerste rang op de bouwgrond en de gebouwen in aanbouw zal vereisen. Gelet op deze bancaire praktijk zal men bij het structureren van mezzanine financiering via crowdlending creatiever dienen om te springen met betrekking tot het stellen van eventuele garanties. Door het stellen van deze garanties wordt het risico in sterke mate gecompenseerd door de mogelijkheid om deze garantie aan te wenden in een situatie van wanbetaling en zullen er als het ware competitievere rentevoeten bedongen kunnen worden.

Overigens zal er een crowdlendingoperatie ten behoeve van een vastgoedproject in het merendeel van de gevallen gepaard gaan met een reële garantie op het gebouw in de vorm van (1) een hypothecaire inschrijving of (2) een hypothecaire mandaat dat op elk momenten en onherroepelijke kan worden omgezet in een hypotheek. Niettegenstaande deze voornaamste garanties, kan de hypotheek of het mandaat aangevuld worden door andere soorten garanties.

Een hypotheek kan dan ook omschreven worden als een onroerend zakelijk zekerheidsrecht dat de schuldeiser in staat stelt om een gehypothekeerd onroerend goed van de schuldenaar te verkopen wanneer deze nalaat aan zijn terugbetalingsverplichtingen te voldoen. Voorts gaat aan deze hypotheek ook een voorrecht gepaard op de verkoopprijs van het onroerend goed boven alle andere schuldeisers. Inherent aan de vestiging van een hypotheek op een onroerend goed, zal er een hypothecaire inschrijving via notariële akte dienen te gebeuren waarin onder andere het bedrag van de hypotheek en de begunstigde schuldeiser van de hypotheek worden vermeld. Indien meerdere schuldeisers op hetzelfde onroerend goed een hypotheek delen, is er sprake van een zogenaamde rangorde. De schuldeiser in eerste rang kan dan ook bij voorrang aanspraak maken op de verkoopprijs op een schuldeiser in tweede of lagere rang. Bij het plaatsvinden van een vastgoedtransactie zal de instrumenterende notaris het hypotheekregister dienen te raadplegen om de namen van de schuldeisers die rechten aanhouden op het gebouw te achterhalen en een eventuele handlichting moeten initiëren.

Daarnaast kan een hypothecair mandaat soelaas bieden voor de gewillige schuldeiser die het huidige niet nodig acht om een hypotheek te vestigen op het desbetreffend onroerend goed,

maar toch een zekerheid wenst in te bouwen bij een eventuele situatie van wanbetaling of ander scenario waarbij de vestiging van hypotheek zal dienen ter recuperatie van de uitgeleende middelen. Bijgevolg kan de schuldeiser wanneer hij het redelijkerwijs noodzakelijk acht overgaan tot vestiging van hypotheek.

Zoals reeds aangegeven kan additioneel aan de hypotheekvestiging, die meestal in tweede rang zal genomen worden, andere garanties gepaard gaan bij een fondsenverwerving via crowdfunding. In hoofdzaak zullen binnen het kader van vastgoedontwikkeling het medeschuldenaarschap, het pandrecht of verpanding en de negative pledge of negatieve zekerheid hun relevantie vinden. Onderstaand zullen we dan ook kort een blik werpen op deze garanties.

Vooreerst betreft het medeschuldenaarschap de verbintenis aangegaan door een derde partij om in te staan met zijn gehele vermogen voor alle uit hoofde van een lening verschuldigde bedragen volledig te betalen, die werden aangegaan door een schuldenaar. De medeschuldenaar loopt als het ware dezelfde aansprakelijkheid voor de afgesloten lening als de ontlener. Verder zal in de praktijk de schuldeiser de medeschuldenaar meestal alleen vragen om garant te staan voor de verschuldigde bedragen die de kredietnemer nog niet heeft betaald. In de situatie waarbij de medeschuldenaar zijn verplichtingen jegens de schuldeiser niet vrijwillig zou honoreren, kan de schuldeiser trachten een executoriale titel te verkrijgen die hem toelaat alle voor beslag vatbare goederen van de medeschuldenaar in beslag te laten nemen en deze bijgevolg te laten verkopen om aan de schuld te voldoen. Voorts kan de medeschuldenaar zowel een natuurlijk persoon of rechtspersoon zijn en kunnen er meerdere medeschuldenaren optreden voor dezelfde lening.

Voorts is een verpanding of pandrecht een zakelijke zekerheid die betrekking heeft op een immaterieel of roerend goed, zoals de aandelen in een bedrijf, en als waarborg dient voor de uitvoering van de verplichtingen van de schuldenaar.

Tot slot kunnen we onder negatieve zekerheden clauses verstaan die in de kredietovereenkomst worden opgenomen waarbij de schuldenaar zich ertoe verbindt zich van welbepaalde handelingen te onthouden. Een denkbare handeling die de schuldeiser wenst te vermijden is de vestiging van nieuwe garanties ten behoeve van andere schuldeisers op het geheel of een deel van de activa of goederen in eigendom van de schuldenaar. Andere situaties zijn evenwel mogelijk waarbij in de kredietovereenkomst wordt bedongen dat de

schuldenaar gedurende de looptijd van de lening zijn solvabiliteitsratio niet onder een bepaalde drempel laat zakken.

Concluderend kan men aldus stellen dat gepaard aan een crowdlendingcampagne in het merendeel van de gevallen een garantie in de vorm van een hypotheek in eerste of tweede rang zal genomen worden op een desbetreffend onroerend goed. Naast de hypotheek kan men het wenselijk achten om bijkomende zekerheden in te lassen zoals het medeschuldenaarschap, het pandrecht of negatieve zekerheden.

(Look&fin, z.d.) (Bruloot & Maresceau, 2017)

Vraag 9. Welke bedragen worden er door bouwpromotoren huidig opgehaald?

Algemeen kan men stellen dat huidig bij vastgoeddossiers bedragen worden opgehaald die liggen tussen een gesteld minimumbedrag door het crowdfundingplatform en 5 000 000 euro. Crowdfundingplatform Look&fin en Ecco Nova laten bijvoorbeeld ondernemers toe hun financieringsbehoefte in te vullen via crowdlending vanaf een respectievelijk bedrag van 50 000 euro en 100 000 euro. Het is dan ook duidelijk dat dit minimumbedrag sterk afhankelijk is van platform tot platform.

Echter kunnen we wel opmerken dat de crowdfundingplatformen in België ondernemers toelaten hun financieringsbehoefte in te vullen tot een maximaal bedrag van 5 000 000 euro. De beweegreden hiertoe kan gezocht worden in het loutere feit dat de huidige Prospectuswet publieke uitgiften van beleggingsinstrumenten toelaat tot een bedrag van 5 000 000 euro zonder het moeten opmaken en ter beschikking stellen van een prospectus. Fondsenwervingen die een bedrag van 5 000 000 euro niet te boven gaan, kunnen namelijk via de uitgifte van een vereenvoudigde informatienota verlopen.

Ook uit onze analyse uit vraag 3 kan besloten worden dat er geen eenduidigheid te vinden is in het bedrag aan opgehaalde fondsen per crowdlendingcampagne. Hoofdzakelijk staat de financieringsbehoefte van de vastgoedontwikkelaar centraal bij het toevoegen van een crowdlendingtranche in een welbepaalde financieringsmix. Wel konden we uit onze analyse waarnemen dat het minimale opgehaalde bedrag 134 500 euro en het maximale 2 670 000 euro betrof.

(Look&fin, z.d.) (Ecco Nova, z.d.)

Vraag 10. Met welke interestpercentages dient de bouwpromotor rekening te houden?

Algemeen kan men stellen dat het interestpercentage die bij een crowdlendingcampagne zal geboden moeten worden afhangt van de risicokarakteristieken van het vastgoedproject in kwestie. Echter valt de bespreking van de interestpercentages en/of formules die door ieder Belgisch crowdfundingplatform aangeboden worden buiten de scope van deze bachelorproef. Ten behoeve van een praktische benadering te bekomen zullen we ons onder deze vraag slechts focussen op één specifiek crowdfundingplatform, namelijk Look&fin, dat een aanzienlijk aandeel aan vastgoeddossier begeleidt. Weliswaar kan men aannemen dat andere crowdfundingplatformen in gelijkaardige formules voorzien die afgestemd kunnen worden op de specifieke risicokarakteristieken van een vastgoedproject.

Binnen deze context voorziet Look&fin in drie producten die de garanties en rentevoeten weerspiegelen op de via het crowdfundingplatform verstrekte leningen.

Een eerste formule bestaat uit de “secured leningen” met een A of A+ rating. Bij de A+ leningen wordt er een kredietverzekering voor 100% genomen op het ontleende bedrag. Daarnaast gaan de A leningen gepaard met een hypotheekvestiging in eerste rang. Onder deze secured leningen kunnen rentevoeten van 2% tot 3,5% geboden worden.

Een tweede formule worden de “balanced leningen” met een B of B+ rating genoemd. Daarbij wordt er bij de B+ leningen in een overheidswaarborg voorzien die wordt toegekend door het Gewest in kwestie waardoor in geval van wanbetaling de vordering van de uitlener voor 30% tot 40% vergoed wordt. Daarentegen wordt er bij de B leningen een hypothek in tweede rang gevestigd. De interestvoeten gepaard aan een balanced lening bedragen tussen 3,5% en 6% per jaar.

Tot slot voorziet Look&fin ook in zogenaamde “dynamic leningen” met een C of C+ rating. Bij de C+ leningen wordt er een pandrecht op de vordering en/of het handelsfonds van de lener genomen. Verder wordt er bij C leningen ofwel een borgstelling of medeschuldenaarschap bedongen. De interestvoeten onder de dynamic leningen bedragen tussen 6% en 9% per jaar.

(Look&fin, z.d.)

Vraag 11. Kan een vastgoedontwikkelaar meerdere crowdfundingcampagnes tegelijkertijd houden?

Ten eerste bestaat er in se geen enkele beweegreden om een ontkennend antwoord te formuleren op deze vraagstelling. Ook kan men aannemen dat het de vastgoedontwikkelaar vrij staat om al dan niet meerdere crowdfundingdossiers bij het crowdfundingplatform in kwestie in te dienen.

Wel dient men rekening te houden met de bepalingen onder de Prospectuswet aangaande de verplichting om een al dan niet voorafgaandelijk een goedgekeurd prospectus ter beschikking te stellen. Zo poneert de Prospectuswet dat de aanbiedingen aan het publiek van beleggingsinstrumenten in de Europese Unie met een totale tegenwaarde van minder dan of gelijk aan 5 000 000 euro, berekend over een periode van 12 maanden, geen prospectusplicht met zich meedragen. Daarbij kan men van zodra de vastgoedontwikkelaar deze grens van 5 000 000 euro overschrijdt redelijkerwijs stellen dat er bij een volgende aanbieding in dezelfde tijdshorizon van 12 maanden er een prospectus zal moeten worden opgesteld worden. Afleidende uit de bewoording “aanbiedingen” moet er rekening gehouden worden met het cumul aan opgehaalde bedragen onder de Prospectuswet om te bepalen of er al dan niet een prospectus zal moeten uitgegeven worden.

Verder wensen we ten behoeven van een praktische benadering een recent crowdfundingdossier aanhalen waarbij een vastgoedontwikkelaar twee onderscheiden crowdfundingoperaties via platform Look&fin heeft bewerkstelligd ter aanstreking van zijn eigen vermogen.

Dit crowdfundingdossier betreft aldus een fondsenverwering van 400 000 euro onder de vorm van crowdlending geïnitieerd door onderneming Oost West Construct BV, een vastgoedontwikkelaar actief in de regio Gent. Zoals mag blijken uit de informatie die bij de fondsenwerving op crowdfundingplatform Look&fin werd ter beschikking gesteld, is Oost West Construct BV een onderneming in volle groei waarbij deze de afgelopen drie boekjaren een omzet behaalde van 3,4 miljoen euro, 5,1 miljoen euro (groei van 47,68%) en 7,7 miljoen euro (groei van 51%). Daar aangaande wenst de onderneming Oost West Construct BV middelen

bij te tanken met als doel het eigen vermogen te versterken en haar verder groei te ondersteunen.

Het frappante aan deze fondsenwerving is dat dit bedrag van 400 000 euro in twee onderscheiden schijven en campagnes werd gestructureerd die binnen eenzelfde tijdshorizon werden gehouden.

Zo werd er een eerste schijf via zogenaamde A+ leningen opgehaald voor een bedrag van 250 000 euro. Zoals onder vraag 10 werd aangehaald, gaan deze A+ leningen bij Look&fin gepaard met een verzekering op 100% van het uitstaande kapitaal, die overigens volledig moet onderschreven worden bij de opening van de fondsenwerving voor investeerders. Aan deze A+ lening gaat een jaarlijkse rentevoet van 2,5% gepaard, wat aldus binnen de vork van rentevoeten ligt die bij een A+ lening geboden kunnen worden. De verplichte kredietverzekering zorgt er aldus voor dat de belegger een lager risico loopt, waardoor de risicopremie bovenop de geldende marktrentevoet een lagere waarde aanneemt. De looptijd van deze A+ lening bedraagt 24 maanden waarbij voorzien wordt in een maandelijks afbetalingsplan.

Naast de eerste schijf van de A+ lening, werd er ook voor een bedrag van 150 000 euro een tweede schijf in de vorm van een B+ lening gestructureerd in een afzonderlijke campagne. Gelet op het feit dat deze lening een B+ kwalificatie bij Look&fin kreeg, gaat deze lening gepaard met een overheidswaarborg van 40% op het kapitaal. Om beroep te kunnen doen op deze overheidswaarborg van 40% werd deze schijf gestructureerd volgens de voorwaarden onder het Vlaams Decreet van 19 mei 2006 inzake de winwinlening. De overheidswaarborg zoals voorgenomen door het crowdfundingplatform neemt in feite de loutere vorm aan van een belastingskrediet van 40% op het kapitaal in geval van een wanbetaling in hoofde van de kredietnemer. Ook werd deze fondsenwerving onder de opschortende voorwaarde van de registratie van de leenovereenkomsten met de geldschietters bij PMV/z-waarborgen bewerkstelligd. Verder heeft deze B+ lening een looptijd van 60 maanden waarop het wettelijk interestpercentage van 1,75% onder de winwinlening van toepassing is.

Concluderend kan gesteld worden dat men via de structurering van deze twee schijven, enerzijds beleggers poogt aan te trekken met een verschillende risico-appetijt en anderzijds een totaalbedrag wenst op te halen van 400 000 euro volgens verschillende kredietmodaliteiten.

Afleidend uit dit voorbeeld kan een vastgoedontwikkelaar perfect meerdere crowdfundingcampagnes tegelijkertijd initiëren.

(Look&fin, z.d.)

Vraag 12. Kan crowdlending voor de (her-)financiering van een bouwgrond gebruikt worden?

Weerom bestaat hoegenaamd in se geen beweegreden waarom een vastgoedontwikkelaar geen fondsen via crowdlending zou kunnen ophalen voor de financiering of herfinanciering van een bouwgrond. Volgens eenzelfde redeneerwijze zoals onder vraag 6, zal bij de aankoop van een projectsite de traditionele financieringsmix alweder zijn toepassing vinden waarbij de vastgoedontwikkelaar een welbepaald percentage aan eigen vermogen zal moeten aanbrengen en ter aanvulling de bank het resterend aankoopbedrag zal financieren.

Een voorbeeld uit de praktijk van dergelijke crowdfundingcampagne kunnen we terugvinden op crowdfundingplatform Look&fin, waarbij de Latemse vastgoedontwikkelaar ACASA group in 2019 een bedrag van 1,5 miljoen euro heeft opgehaald om haar eigen inbreng in een projectsite voor de bouw van 220 woningen in Vilvoorde gedeeltelijk te herfinancieren. Zoals in voorgaande paragraaf reeds aangegeven, heeft deze projectontwikkelaar bij de initiële aankoop van de projectgrond beroep gedaan op een traditionele financieringsmix waarbij de vereiste eigen inbreng ongeveer 30% van de waarde van grond bedroeg en het bankkrediet het restbedrag financierde. Het toevoegen van een crowdfundingtranche, weliswaar via een herfinanciering, liet de vastgoedontwikkelaar ACASA toe om de vrijgekomen middelen aan te wenden voor nieuwe ontwikkelingskansen. Alsook beoogde men via deze crowdfundingoperatie opnieuw de deblokkering van de eigen middelen.

Aldus kunnen we concluderen dat het perfect mogelijk is om een fondsenwerving via crowdlending te houden voor de financiering of herfinanciering van een bouwgrond. Weliswaar vormt het een minderheid aan campagnes die specifieke gericht zijn op de financiering van een projectgrond, maar zal men eerder een algemene fondsenwerving houden ter aansterking van het eigen vermogen of uitbreiding van het werkkapitaal, zodoende de vastgoedontwikkelaar nieuwe opportuniteiten kan aanboren, zij het met de aankoop van een af te breken pand of een naakt stuk bouwgrond.

(Look&fin, 2019)

Vraag 13. Onder welke kredietmodaliteiten wordt een leenovereenkomst afgesloten?

Om de lezer inzicht te verschaffen in welke kredietmodaliteiten in een zogenaamde leenovereenkomst worden bedongen, zal er weerom ten behoeve van het bekomen van een praktische benadering ingegaan worden op de modaliteiten van een specifiek crowdfundingdossier. Hierbij kiezen we voor een recent crowdfundingdossier van GML Estate voor de financiering van vastgoedproject Rapidpark. Om evenwel in een context te voorzien waartoe deze ontwikkelaar beroep heeft gedaan op crowdlending, zullen we kort ingaan op dit dossier vooraleer de werkelijke kredietmodaliteiten te bespreken.

Aldus wenst GML Estate NV voor de ontwikkeling van een residentieel vastgoedproject "Rapidpark", dat bestaat uit de realisatie van 40 appartementen, 11 huizen, 395m² handelsruimte en een gemeenschappelijk park van 5 000m² op een voormalig voetbalveld in Bertem, een fondsenwerving ten bedrage van 1 360 000 euro te houden via crowdfundingplatform Look&fin. Deze crowdfundingtranche zal enerzijds ten dienste staan voor de gedeeltelijke herfinanciering van het eigen vermogen in project "Rapidpark" en anderzijds een bankfinanciering met betrekking tot een onroerend goed gelegen te Fleurus terug te betalen zodoende de genomen hypotheek in eerste rang op dit gebouw te kunnen recupereren. Voorts zal de lening via Look&fin gestructureerd worden over een periode van 36 maanden en worden terugbetaald met een jaarlijkse interestvoet van 3,3%



Figuur 23 GML Estate project Rapidpark Bertem

Voorts zullen we nu overgaan tot de bespreking van de verschillende kredietmodaliteiten van de leenovereenkomst. De volledige leenovereenkomst waarop we ons gebaseerd hebben kan u evenwel in bijlage⁹ terugvinden.

Vooreerst kunnen we in de leenovereenkomst een duidelijke burgerrechtelijke kwalificatie van de partijen terugvinden. Daarbij wordt de leenovereenkomst gesloten tussen Lookandfin finance NV, het financieringsvehikel van dit crowdfundingplatform, en de investeerder, in de leenovereenkomst de “geldschieder” genaamd. Uit deze bepaling kunnen we duidelijk de praktijk van het tot stand komen van een indirecte leningen terugvinden.

Vervolgens wordt er in enkele voorafgaande bepalingen voorzien, waarbij vooreerst uiteengezet wordt dat de geldschieder zich akkoord verklaard met de Algemene Gebruiksvoorwaarden van Look&fin. Onder deze voorafgaande bepalingen wordt er ook voorzien in een kwalificatie van de onderliggende overeenkomst, namelijk deze van een gestandaardiseerde leenovereenkomst. Daarnaast wordt er expliciet bepaald dat de individuele leenovereenkomst tussen de geldschieder en het financieringsvehikel deel uit maakt van het bredere kader van een fondswerving om de onderneming GML Estate te financieren.

Na de voorafgaande bepalingen wordt er werkelijk ingegaan op de verbintenissen die tussen de geldschieder en het financieringsplatform zullen tot stand komen.

Onder de eerste hoofdding “principes en praktische modaliteiten” wordt uiteengezet wat de algemene verbintenissen zijn die tussen de “geldschieder” en het financieringsvehikel Look&fin finance NV spelen. Daarbij ontstaat vooreerst de verbintenis in hoofde van de geldschieder om een welbepaald kapitaal uit te lenen aan het financieringsvehikel, waarna deze het identiek bedrag en alle overige in het kader van dezelfde fondsenwerving aangetrokken middelen tegen dezelfde voorwaarden kan uitlenen aan de ontleners. De loutere overschrijving van het voorgenomen uit te lenen bedrag op de bankrekening van het financieringsvehikel kan als de uitvoering van de verbintenis van de geldschieder beschouwd worden waarop de leenovereenkomst tot stand komt. Als tegenprestatie gaat het financieringsvehikel de verbintenis aan om een totaalbedrag, bestaande uit het oorspronkelijke uitgeleende kapitaal inclusief interesten, terug te betalen.

⁹ Bijlage 10

Voorts wordt er onder een tweede hoofdding in een expliciete bepaling aangaande de looptijd van de lening voorzien. In deze crowdfundingcampagne werd de looptijd van de lening vastgeklekt op een termijn van 36 maanden waarin de uitgeleende fondsen ter beschikking zullen staan van de ontlener. Deze termijn van 36 maanden gaat in op de dag van de uitgifte en ondertekening van de onderhavige leenovereenkomst door Lookandfin finance. Aan het einde van deze looptijd is het financieringsvehikel verplicht het volledige kapitaal en rente van de lening terug te betalen aan de geldschieter, in dit geval op 15/06/2024.

Daarenboven wordt er onder de derde hoofdding “modaliteiten en periodiciteit van de aflossingen” in de bepalingen voorzien aangaande het aflossingsschema van de lening. Zo wordt de onderhavige leenovereenkomst afgesloten onder de vorm van een zogenaamde “bullet loan” waarbij de lening onderworpen is aan een aflossingsvrije periode voor het kapitaal voor de volledige looptijd van de lening. Op de maandelijkse vervaldatum zal er enkel rente terugbetaald worden.

Ook wordt er in de bepaling voorzien dat de lener de mogelijkheid heeft om de lening vroegtijdig af te lossen. Daarbij verkrijgt de lener vanaf de eerste 12 maanden van de franchiseperiode de mogelijkheid om de leenovereenkomst op iedere maandelijkse verjaardag terug te betalen. Om van deze mogelijkheid gebruik te maken moet de ontlener evenwel het financieringsvehikel door middel van een aangetekende brief in kennis stellen. Ook moet het resterende saldo in de aangetekende brief vermeld staan. Echter kunnen we frappant genoeg onder dezelfde hoofdding nog een exoneratieclaus aantreffen waarbij het financieringsvehikel zich voorbehoudt niet meer te moeten voldoen aan de terugbetalingsplicht indien blijkt dat de wanbetaling in hoofde van de ontlener definitief is.

Verder kunnen we onder een vierde hoofdding een duidelijke bepaling terugvinden aangaande het overeengekomen bruto interestpercentage. Bij deze campagne bedraagt het jaarlijkse interestpercentage 3,3%, weliswaar vóór aftrek van onroerende voorheffing.

Daarnaast wordt er in een vijfde en zesde hoofdding de contractant duidelijk op de risico's verbonden aan deze lening gewezen en de onafhankelijkheid van de contractuele bepalingen in onderhavige leenovereenkomst.

Ook wordt er verder gestipuleerd dat de verkregen interestbedragen als natuurlijk persoon – investeerder onderworpen zijn aan de inkomsten uit roerende goederen zoals bedoeld onder het Wetboek Inkomstenbelasting.

Aangezien de leenovereenkomst redelijkerwijs in België tot stand zal komen, vindt het Belgische recht uitwerking op deze overeenkomst.

Waar we nu een beter beeld hebben verkregen aangaande de contractuele bepalingen die opgenomen worden in een leenovereenkomst tussen de geldschieter en het financieringsvehikel, kunnen we ertoe besluiten dat enerzijds tussen de ontlener en het financieringsvehikel gelijkaardige contractuele bepalingen zullen spelen en anderzijds dat andere crowdfundingplatformen gelet op de gestandaardiseerde wijze waarop dergelijke contracten opgesteld worden in gelijkaardige contractuele bepalingen voorzien.

(Look&fin, z.d.)

Vraag 14. Wat zijn de terugbetalingsmodaliteiten?

Wat betreffen de terugbetalingsmodaliteiten van iedere crowdlendingcampagne, kunnen we stellen dat deze eigen zijn aan ieder dossier. Echter zijn er wel volgende 3 leningsvormen die courant voorkomen:

(1) De lening met aflossing van het kapitaal. Gedurende de volledige looptijd van de lening vinden er maandelijkse aflossingen plaats die bestaan uit kapitaal en interesten.

(2) De in fine-lening of “bullet loan”. Hierbij worden er gedurende de looptijd van de lening enkel en alleen de interesten maandelijks afgelost waarbij het kapitaal op de vervaldag van de lening in één keer terugbetaald wordt.

(3) Ten slotte kan er ook geopteerd worden voor een lening met een aflossingsvrije periode van het kapitaal. Daarbij wordt er gedurende een welbepaalde periode, de aflossingsvrije periode genaamd, alleen interesten betaald. Na deze aflossingsvrije periode vinden er maandelijkse aflossingen plaats die zowel bestaan uit kapitaal als interesten voor de resterende duurtijd van de lening.

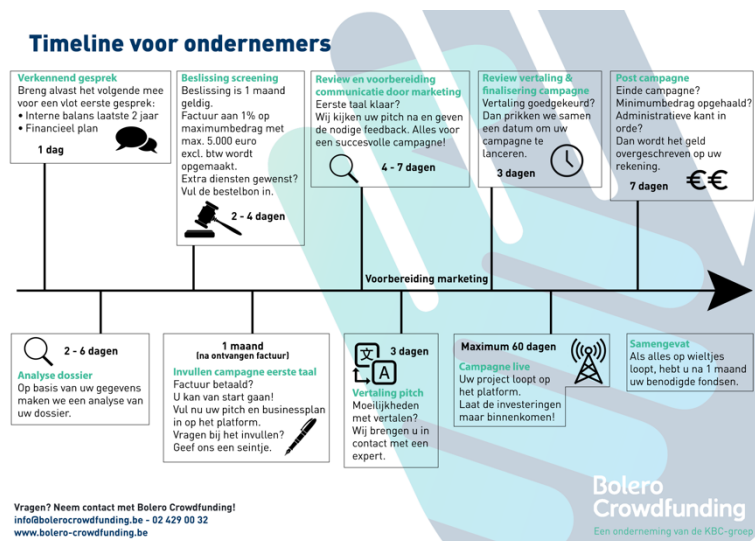
(Look&fin, z.d.)

Vraag 15. Kan een lening vervroegd terugbetaald worden?

Uit de uiteenzetting onder vraag 13 blijkt evenwel dat de vastgoedontwikkelaar de contractuele mogelijkheid kan geboden worden om het resterende saldo van de lening vervroegd terug te betalen. Echter vergt dit een expliciete clausulering in de contractvoorwaarden van de leenovereenkomst. Veelal zal deze clause voorzien worden van een uitbreiding waarbij de vastgoedontwikkelaar slechts de mogelijkheid verkrijgt na een welbepaalde periode een volledige terugbetaling te initiëren. Ook kan blijken dat de vastgoedontwikkelaar hiervoor het crowdfundingplatform, dan wel haar financieringsvehikel, hiervan via aangetekend schrijven op de hoogte dient te stellen.

(Look&fin, z.d.)

Vraag 16. Hoelang duurt het opzetten van een crowdfundingcampagne?



Figuur 24 Tijdslijn duurtijd opzetten crowdfundingcampagne (Bolero crowdfunding, z.d.)

Bovenstaande figuur geeft ons een indicatie omtrent hoelang het duurt om een crowdfundingcampagne werkelijk op te zetten. In deze tijdslijn kunnen we aantreffen welke stappen een ondernemer zal ondergaan bij Bolero crowdfunding vooraleer de campagne live gaat.

In eerste instantie zal er dan ook een verkennend gesprek plaatsvinden tussen de mensen van Bolero crowdfunding en de projecthouder. Hierbij dient de ondernemer de interne balans van de laatste 2 jaar en een financieel plan mee te brengen. Nadat dit verkennend gesprek heeft plaatsgevonden zal er een analyse of due diligence gemaakt worden van het project. Wanneer uit deze due diligence blijkt dat het project financieel gezond is, heeft de ondernemer één maand de tijd om de beslissing te nemen of hij de campagne wenst te laten doorgaan. Wanneer deze de beslissing neemt zal er bij Bolero crowdfunding de “Up-front fee” gefactureerd worden. Vooraleer de campagne dan werkelijk live gaat, zal er vooreerst een pitch opgesteld worden ten behoeve van de informatieverstrekking aan potentiële investeerders. Nadat de campagne het beoogde doelbedrag heeft bereikt, zal deze afgesloten worden en worden de opgehaalde fondsen overgeschreven op de bankrekening van de ondernemer.

Uit deze tijdslijn kan dan ook blijken dat een crowdfundingcampagne geïnitieerd en afgesloten kan worden op een maand tijd.

(Bolero crowdfunding, z.d.)

Vraag 17. Hoe wordt een crowdlendingoperatie in de boekhouding verwerkt?

Waar binnen de literatuur omtrent crowdlending weinig of geen aandacht wordt besteed aan de boekhoudkundige verwerking van dergelijke leningen, kan het toch als een niet onbelangrijk aspect beschouwd worden dat mogelijks bij de vastgoedontwikkelaar vragen doet oprijzen. Om een antwoord te formuleren op bovenstaande vraagstelling baseren we ons op het CBN-advies 2019/08 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen inzake de boekhoudkundige verwerking van crowdfunding.

Wanneer een crowdfundingoperatie zich voordoet waarbij een loutere geldsom middels een leningsovereenkomst wordt uitgeleend aan een onderneming kan de verrichting in feite op dezelfde manier geboekt worden als een andere gewone lening. Daarbij wordt het terug te betalen bedrag opgenomen op de passiefzijde van de balans, op rekening 17 “schulden op meer dan één jaar”, en de interesten worden geboekt op rekening 65 “financiële kosten”, dan wel specifiek op rekening 650 “Kosten van schulden”. Onderstaand zullen we de onderscheiden verrichtingen in de boekhouding kort weergeven en bespreken. We bekijken dit stevast vanuit de schoenen van de projecthouder – onderneming.

Indien er sprake is van een succesvolle crowdlendingcampagne zal in eerste instantie de ontvangst van de opgehaalde fondsen, in onderstaand voorbeeld 10 000 euro, in de boekhouding verwerkt moeten worden. Hierbij zal er eerst een boeking dienen plaats te vinden van 10 000 euro in debet op de actiefrekening 5500 “Kredietinstelling – Rekening-courant”. Als tegenboeking zullen de opgehaalde fondsen als een schuld, in credit, geboekt worden op de passiefrekening 174 “Schulden op meer dan 1 jaar – overige leningen”.

5500	Kredietinstellingen – Rekening-courant	10.000	
	aan 174	Schulden op meer dan 1 jaar - Overige leningen	10.000

Vervolgens zal indien er sprake is van een lening met tussentijdse aflossingsmodaliteiten een jaarlijkse herclassificatie dienen te gebeuren in functie van de looptijd. Via deze boekingen wordt in feite het in dat jaar terug te betalen bedrag van een schuld op meer dan 1 jaar op rekening 174 omgeboekt naar een schuld op meer dan één jaar die binnen het jaar zal vervallen onder rekening 424. We zien hierbij duidelijk dat beide rekeningen eenzelfde eindnummer 4 hebben, doordat we bij rekening 42 dezelfde onderverdeling dienen te gebruiken als bij rekening 17. Aldus wordt er in onderstaand voorbeeld een af te lossen bedrag van 1000 euro afgeboekt op rekening 174 en louter overgeboekt naar rekening 424.

174	Schulden op meer dan 1 jaar - Overige leningen	1.000	
	aan 424	Overige leningen	1.000

Een laatste courante boekhoudkundige verwerking zal plaatsvinden wanneer er een jaarlijkse terugbetaling en eventuele betaling van interesten zal geschieden. Daarbij vindt in onderstaand voorbeeld een afboeking plaats op rekening 424 “overige leningen” van het eerdere geherclassificeerde bedrag van 1000 euro. Ook zal er bij een betaling van interesten een boeking gebeuren op kostenrekening 6500 “interesten”, in dit voorbeeld van 100 euro. Als tegenboeking gebeurt er een creditering op rekening 5500 “kredietinstellingen – rekening-courant” wat aldus de eigenlijk terugbetaling vanop de bankrekening impliceert.

424	Overige leningen	1.000	
6500	Interesten	100	

aan 5500 Kredietinstellingen – Rekening-courant 1.100

Wanneer er evenwel sprake is van de uitgifte van obligaties zal de eerste gedane boeking niet gebeuren op de rekening 174 zoals bij een gewone lening, maar op de rekening 171 “obligatieleningen”. Wel kennen de daaropvolgende verrichten een gelijkaardig verloop.

5500	Kredietinstellingen – Rekening-courant	10.000
aan	171 Obligatieleningen	10.000

(CBN, 2019)

Vraag 18. Wat gebeurt er in een scenario van wanbetaling?

Wanneer de projecthouder-onderneming zich in een scenario van wanbetaling bevindt, kunnen we algemeen stellen dat het crowdfundingplatform een procedure zal doorlopen om de situatie te regulariseren.

Wanneer bij crowdfundingplatform Look&fin door een projecthouder een maandelijkse aflossing niet wordt betaald, zal haar intern Credit Success team contact opnemen om de situatie te proberen regulariseren. Daarbij zal volgende procedure gevolgd worden (1) een incasso op basis van een minnelijk schikking, (2) ingebrekestelling van de lener, (3) stopzetting van de looptijd van de volledige lening waarbij zowel het kapitaal als de rente onmiddellijk opeisbaar zijn, (4) een eventuele incasso op basis van een gerechtelijke procedure.

(Look&fin, z.d.)

Daarnaast kan er ook gebruik worden gemaakt van een externe partij waaraan het crowdfundingdossier in een situatie van achterstallige betaling zal overgemaakt worden. Deze werkwijze wordt gehanteerd door Bolero crowdfunding die het dossier dan zal overdragen aan Deminor, wat een professionele externe partij is die alle investeerders in een scenario van wanbetaling kan vertegenwoordigen als één. Hierbij zal Deminor weerom contact opnemen met de projecthouder om samen op zoek te gaan naar de meest geschikte oplossing. Het bekomen resultaat van deze gesprekken zal via mail voorgelegd worden aan alle investeerders die via een opt-in gevraagd worden naar hun akkoord omtrent deze schikking.

(Bolero crowdfunding, z.d.)

Vraag 19. Wat gebeurt er indien het bedrag niet bereikt wordt?

Zoals reeds kon blijken uit deel 1 kunnen crowdfundingplatformen enerzijds het “all or nothing”-model en anderzijds het “keep it all”-model gebruiken. Bij het “all or nothing”-model zullen enkel de fondsen worden overgedragen worden aan de projecthouder wanneer een vooropgesteld drempelbedrag werd bereikt. Daarnaast is het “keep it all”-model flexibeler waarbij hoe dan ook de fondsen zullen overgedragen worden aan de projecthouder, ook al werd het beoogde drempelbedrag niet bereikt.

Verder kunnen we toch contractueel waarnemen dat er meestal in zowel een minimum als een beoogd drempelbedrag zal voorzien worden. Weliswaar kunnen we toch opmerken dat de meeste financiële crowdfundingplatformen het “all or nothing”-model gebruiken. De beweegreden kan gezocht worden in het feit dat achter een financiële crowdfundingcampagne meestal de invulling van een noodzakelijke financieringsbehoefte schuilgaat.

(Bolero crowdfunding, z.d.) (Look&fin, z.d.)

Vraag 20. Welke tarifiering hanteert het crowdfundingplatform?

Ter afronding wensen we nog kort in te gaan op de tarifieringen die de crowdfundingplatformen in België hanteren. Daarbij is het weerom niet de bedoeling om de tarieven van ieder platformen na te trekken, maar zullen we de lezer kennis laten maken met de tarifieringen van drie crowdfundingplatformen, namelijk Ecco Nova, Look&fin en Bolero crowdfunding, zodoende een blik te verkrijgen op hoe deze tarifiering werkt.

In een eerste situatie hanteert crowdfundingplatform Ecco Nova een commissie die varieert tussen 4% en 7% afhankelijk van het totaal opgehaalde bedrag met een minimum van 3 000 euro. De commissie is volledig ten laste van de projecthouder.

(Ecco Nova, z.d.)

Vervolgens hanteert crowdfundingplatform Look&fin het principe dat de indiening van een financieringsaanvraag, alsook de bestudering van het dossier door de analisten van Look&fin volledig gratis is. Er zijn slechts kosten verschuldigd wanneer werkelijk wordt overgegaan tot de fondsenwerving. Daarbij rekent Look&fin vooreerst een structureringscommissie aan die varieert tussen 2,5% en 5% afhankelijk van de opgehaalde fondsen. Ook wordt er een commissie voor het beheer van de geldstromen van 0,08% tot 0,125% per maand aangerekend afhankelijk van het uitstaande bedrag van de lening. Overigens is er ook een dossierkost van 2 000 euro verschuldigd.

(Look&fin, z.d.)

Ten slotte hanteert Bolero crowdfunding een totale kost van 4,5% op het opgehaalde bedrag waarbij 1% wordt aangerekend na een positieve screening van de aanvraag in de vorm van een Up-front Fee met een maximum van 5 000 euro. Nadat een geslaagde campagne heeft plaatsgevonden zal de totale kostprijs van 4,5% verschuldigd zijn, verminderd met de reeds betaalde Up-front Fee.

(Bolero crowdfunding, z.d.)

Slotwoord

Het schrijven van deze bachelorproef ging niet altijd van een leien dakje, maar het was zeker en vast de moeite waard om bovenstaande materie te doorgronden. Uiteindelijk heeft dit onderzoek ertoe geleid dat ik mij heb kunnen verdiepen in de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding en dit heb kunnen relateren aan de praktijk van vastgoedontwikkeling. Waar ik initieel een zeer beperkt beeld had over crowdfunding, is dit onderwerp toch gegroeid naar iets wat ik mijzelf eigen heb kunnen maken. Ook hoop ik dat dit werk een toegevoegde waarde mag betekenen voor de Odisee co-hogeschool, en in het bijzonder voor de opleiding vastgoed.

Verder was één van de grootste uitdagingen die gepaard ging aan het schrijven van deze bachelorproef de versnipperde hoeveelheid aan informatie samenbrengen tot één geheel. Zo kon ik bij de bespreking van het financieelrechtelijk kader omtrent crowdfunding waarnemen dat er allerminst eenduidigheid bestaat in de beperkte rechtsliteratuur omtrent de toepasselijke wetgevingen. Hieraangaande heb ik dan ook getracht de lezer eenduidigheid te verschaffen omtrent welke wetgevingen binnen de scope van crowdfunding al dan niet van toepassing zijn. Daarbij hebben we geconcludeerd dat voor de projecthouder de Prospectuswet en voor het crowdfundingplatform de recentelijk ingevoerde Crowdfundingwet hun relevantie hebben.

Voorts neem ik uit het tweede gedeelte als hoofdzakelijk aandachtspunt de reden mee waartoe een vastgoedontwikkelaar een crowdfundingtranche zou moeten betrekken in zijn financieringsmix. Deze beweegreden kan eenvoudigweg gezocht worden in het feit dat crowdfunding, en dan wel specifiek crowdlending, de vastgoedontwikkelaar toelaat zijn geblokeerde eigen vermogen in een vastgoedproject opnieuw te mobiliseren. Ook kan er bijkomend een hefboomeffect gerealiseerd worden op het eigen vermogen.

Ten slotte hoop ik dat deze bachelorproef het concept van crowdfunding binnen een breder daglicht heeft kunnen plaatsen. Het is echter nog maar zeer recentelijk dat bouwpromotoren zich meer en meer tot de alternatieve financieringstechniek van crowdfunding richten. Daarbij geloof ik evenwel ten stelligste dat naar de toekomst meer en meer ondernemingen en ook vastgoedontwikkelaars beroep zullen doen op crowdfunding.

Bibliografie

10 DECEMBER 2010. - Decreet tot wijziging van diverse bepalingen van het decreet van 19 mei 2006 betreffende de Winwinlening en van het decreet van 19 december 2003 betreffende het activeren van risicokapitaal in Vlaanderen. (2010, 23 december). ejustice.just.fgov.be. http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2010121010&table_name=wet

11 JULI 2018. - Wet op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. (2018, 20 juli). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2018071106

11 MAART 2018. - Wet betreffende het statuut van en het toezicht op de betalingsinstellingen en de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdienstaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld en de toegang tot betalingssystemen. (2018, 26 maart). ejustice.just.fgov.be. http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2018031107&table_name=wet

18 DECEMBER 2016. - Wet tot regeling van de erkenning en de afbakening van crowdfunding en houdende diverse bepalingen inzake financiën. (2016, 20 december). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg_2.pl?language=nl&nm=2016003460&la=N

19 JUNI 2020. - Ontwerp van Bijzondere machtenbesluit van de Brusselse Hoofdstedelijke Regering nr. 2020/045 van 19 juni 2020 betreffende de Proxi-lening. (2020, 30 juli). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2020061923&table_name=wet

25 OKTOBER 2016. - Wet betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies. (2016, 18 november). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2016102504

28 APRIL 2016. - Decreet. - Lening "Coup de Pouce". (2016, 10 mei). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg_2.pl?language=nl&nm=2016202432&la=N

3 AUGUSTUS 2012. - Wet betreffende de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG en de instellingen voor belegging in schuldvorderingen. (2012, 19 oktober). ejustice.just.fgov.be. https://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg_2.pl?language=nl&nm=2012003296&la=N

A

Aernoudt, R. (2019). Financieel management toegepast. Intersentia.

Agentschap Innoveren & Ondernemen. (2021, 22 maart). Tax Shelter voor startende ondernemingen. <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/tax-shelter-voor-startende-ondernemingen>

Agentschap Innoveren & Ondernemen. (2021a, februari 11). Tax Shelter voor scale ups (groeibedrijven). <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/tax-shelter-voor-scale-ups-groeibedrijven>

Agentschap Innoveren & Ondernemen. (2021b, februari 16). Vrijstelling van roerende voorheffing op interesten van leningen (crowdlending). <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/vrijstelling-van-roerende-voorheffing-op-interesten-van>

Agentschap Innoveren & Ondernemen. (2021c, februari 11). Winwinlening. <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/winwinlening>

Attout, X. (2017, 4 oktober). Vastgoedontwikkelaars wagen zich aan crowdfunding. Site-Trends-NL. https://trends.knack.be/economie/immo/vastgoedontwikkelaars-wagen-zich-aan-crowdfunding/article-normal-900083.html?cookie_check=1619938838

B

Beebonds. (z.d.). Financiering: Voorwaarden om fondsen te verwerven via BeeBonds. beebonds.com. <https://www.beebonds.com/nl/financiering-krijgen/>

Belgische kamer van volksvertegenwoordigers vraag nr. 18856. (2017, juni). Integraal verslag met vertaald beknopt verslag van de toespraken. Commissie voor de financiën en de begroting. <https://www.lachambre.be/doc/CCRI/pdf/54/ic697.pdf>

Bolero Crowdfunding. (2020, 13 oktober). Investeerders én ondernemers vinden steeds sneller de weg naar crowdfunding. <https://bolero-crowdfunding.be/nl/bolero-crowdfunding-blog/investeerders-en-ondernemers-vinden-steeds-sneller-de-weg-naar-crowdfunding>

Bolero crowdfunding. (z.d.). Veelgestelde vragen van ondernemers. <https://bolero-crowdfunding.be/nl/veelgestelde-vragen-van-ondernemers#vraag3>

Borgerhoff, J., & Byttebier, K. (2016). Crowdfunding (Recht en onderneming editie, Vol. 48). Die Keure.

Bouwen aan Vlaanderen. (2019, 26 november). Crowdlending: de onmisbare innovatie voor vastgoedontwikkeling. <https://www.bouwenaanvlaanderen.be/artikel/crowdlending-de-onmisbare-innovatie-voor-vastgoedontwikkeling/>

Bruloot, D., & Maresceau, K. (2017). De obligatielening (1ste editie). Intersentia Uitgevers NV.

C

CBN. (2019, 31 juli). Boekhoudkundige verwerking van crowdfunding | CNC CBN. [cbn-cnc.be. https://www.cbn-cnc.be/nl/adviezen/boekhoudkundige-verwerking-van-crowdfunding-0](https://www.cbn-cnc.be/nl/adviezen/boekhoudkundige-verwerking-van-crowdfunding-0)

Ceulaer, N., & De Ceulaer, N. (2018). What the fund ? Die Keure. Collin Crowdfund. (z.d.). Wat is crowdfunding. Geraadpleegd op 6 april 2021, van <https://www.collincrowdfund.nl/wat-is-crowdfunding/>

Corporate Finance Institute. (2019, 1 mei). Mortgage-Backed Security (MBS). <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/mortgage-backed-security-mbs/>

D

De Backer, G. (2020, 12 oktober). Look & Fin: Crowdlending als alternatieve financieringsbron voor de vastgoedsector. KMOinsider. <https://www.kmoinsider.be/get-inside-kmo/look-fin-crowdlending-als-alternatieve-financieringsbron-voor-de-vastgoedsector>

De Tijd. (2020, 15 september). De (nieuwe) alternatieve financiering voor vastgoedpromotoren. <https://www.tijd.be/partner/look-fin/krediet-voor-kmo-s/de-nieuwe-alternatieve-financiering-voor-vastgoedpromotoren/10251633.html>

Decreet betreffende de Winwinlening. (2006, 19 mei). [codex.vlaanderen.be. https://codex.vlaanderen.be/Portals/Codex/documenten/1014620.html](https://codex.vlaanderen.be/Portals/Codex/documenten/1014620.html)

E

Ecco Nova. (z.d.-a). Waarom lenen aan Ecco Nova Finance en niet rechtstreeks aan de projectontwikkelaar? [econova.com. https://econova.com/nl/faq](https://econova.com/nl/faq)

Ecco Nova. (z.d.-b). Stel uw project voor. [econova.com. https://econova.com/nl/stel-uw-project-voor](https://econova.com/nl/stel-uw-project-voor)

Ecco Nova. (z.d.). Wie is Ecco Nova Finance? [econova.com. https://econova.com/nl/faq](https://econova.com/nl/faq)
Eubelius. (2016, 15 december). Wijzigingen in het statuut van en toezicht op beleggingsondernemingen | Eubelius. [eubelius.com. https://www.eubelius.com/nl/nieuws/wijzigingen-in-het-statuut-van-en-toezicht-op-beleggingsondernemingen](https://www.eubelius.com/nl/nieuws/wijzigingen-in-het-statuut-van-en-toezicht-op-beleggingsondernemingen)

Eubelius. (2018, 15 juni). Het aanbod van betalingsdiensten onder de PSD2-wet | Eubelius. [eubelius.com. https://www.eubelius.com/nl/nieuws/het-aanbod-van-betalingsdiensten-onder-de-psd2-wet](https://www.eubelius.com/nl/nieuws/het-aanbod-van-betalingsdiensten-onder-de-psd2-wet)

European Crowdfunding Network. (2012, 19 oktober). A Framework for European Crowdfunding. [eurocrowd.org. http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_CROWDFUNDING.pdf](http://eurocrowd.winball2.de/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_CROWDFUNDING.pdf)

Europese Commissie. (2017, 3 juli). Wat is de kapitaalmarktenunie? Europese Commissie - European Commission. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_nl

F

Febelfin. (2020, 10 maart). Omloop aan ondernemingskredieten naar nieuw hoogtepunt. <https://www.febelfin.be/nl/press-room/omloop-aan-ondernemingskredieten-naar-nieuw-hoogtepunt-ondanks-dalende-vraag>

Federale regering. (2014, oktober). Federaal regeerakkoord 9 oktober 2014. <https://www.cdenv.be/storage/main/federaal-regeerakkoord-2014.pdf>

finance.brussels. (2021, 3 februari). Proxilening. [finance&invest.brussels. https://www.finance.brussels/nl/proxilening/](https://www.finance.brussels/nl/proxilening/)

Finnerty, J. D. (2007). Project Financing. Wiley.

FOD Financiën. (2017, april). Circulaire 2017/C/17 betreffende de vrijstelling van interesten van bepaalde leningen afgesloten via een crowdfundingplatform. Algemene Administratie van de Fiscaliteit – Vennootschapsbelasting. https://www.kennisateliers.be/echo_files/8375-nl-srcBestand1.pdf

FSMA. (2018, december). Equity en debt-based crowdfunding in Belgium: developments over 2012–2017 period. https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/crowdfunding/2018-12-19_crowdfundingstudy.pdf

FSMA. (2020, augustus). Markt voor crowdfunding Juli 2018 – juni 2020. https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/crowdfunding/2020_crowdfunding_studie_nl.pdf

FSMA. (2021, 1 februari). Alternatieve-financieringsplatformen met vergunning in België. [fsma.be. https://www.fsma.be/nl/list/alternatieve-financieringsplatformen-met-vergunning-belgie](https://www.fsma.be/nl/list/alternatieve-financieringsplatformen-met-vergunning-belgie)

FSMA. (2021b, februari 1). Gereguleerde ondernemingen die het voornemen hebben meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten. [fsma.be. https://www.fsma.be/nl/list/gereguleerde-ondernemingen-die-het-voornemen-hebben-meegedeeld-om-belgie-alternatieve](https://www.fsma.be/nl/list/gereguleerde-ondernemingen-die-het-voornemen-hebben-meegedeeld-om-belgie-alternatieve)

FSMA. (z.d.-a). REGELS OVER HET GEBRUIK VAN ALTERNATIEVE-FINANCIERINGSVEHIKELS. Geraadpleegd op 26 april 2021, van <https://www.fsma.be/nl/faq/regels-over-het-gebruik-van-alternatieve-financieringsvehikels>

FSMA. (z.d.). Verklarende woordenlijst. [fsma.be. Geraadpleegd op 8 april 2021, van https://www.fsma.be/nl/verklarende-woordenlijst-0](https://www.fsma.be/nl/verklarende-woordenlijst-0)

FSMA. (z.d.). Voorstellingsbrochure. <https://www.fsma.be/nl/voorstellingsbrochure>

G

Geens: "Crowdfunding moet het nieuwe investeren worden". (2014, 10 februari). De Morgen. <https://www.demorgen.be/nieuws/geens-crowdfunding-moet-het-nieuwe-investeren-wordsen~b3c36849/>

Geeraert, D., & Keustermans, J. (z.d.). De openbare uitgifte van Effecten - Recht en praktijk. <https://www.law.kuleuven.be/apps/jura/public/art/19n3/geeraert.pdf>

L

Look and fin. (2021, 10 februari). Interview: Cédric Gonzalez - NG Promotion / Wisdom Finance Holding. lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/nieuw/interview-cedric-gonzalez-ng-promotion-wisdom-finance-holding

Look&fin. (2021, 02 april). Eerste kwartaal 2021: evaluatie van de gefinancierde kmo's. lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/nieuw/eerste-kwartaal-2021bedrijfskrediet-evaluatie-van-de-gefinancierde-kmos

Look and fin. (z.d.). Hoe wordt mijn lening in een overeenkomst gegoten? lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/faq/beleggen/

Look&Fin. (2019, 26 april). De revolutie van de financiële sector. lookandfin.com. <https://www.lookandfin.com/nl/nieuw/bank-robot-fintech-crowdlending>

Look&Fin. (z.d.-b). Statistieken. lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/crowdlending/statistics

Look&Fin. (z.d.). Dossiers. lookandfin.com. Geraadpleegd op 27 februari 2021, van https://www.lookandfin.com/nl_BE/bedrijfslening/

Look&fin. (z.d.-b). Oost West Construct. lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/bedrijfslening/groei-en-expansie/oost-west-construct

Look&fin. (z.d.-c). Oost West Construct. lookandfin.com. https://www.lookandfin.com/nl_BE/bedrijfslening/groei-en-expansie/oost-west-construct-crowdlending

Look&fin. (2019, 7 februari). Vlaamse Vastgoedontwikkelaar ACASA group haalt in 4 minuten een recordbedrag van €1,5 miljoen op via crowdlending. lookandfin. https://www.lookandfin.com/nl_BE/nieuw/vastgoedontwikkelaar-acasa-crowdlending

M

Marcus, A., & Brealey, R. (2017). Fundamentals of Corporate Finance (9de editie). McGraw-Hill Education.

Miles, M. E., Netherton, L. M., & Schmitz, A. (2015). Real Estate Development. Urban Land Institute.

Mohout, O., Vanhaeren, B., & Lemaire, E. (2016). Crowdfunding in België: Met een blik op de wereld (Dutch Edition) (01 editie). Die Keure Publishing.

P

Parmentier, G., & Cuypers, B. (2015). Business Valuation: Using Financial Analysis to Measure a Company's Value (Second Edition) (2de editie). Intersentia.

S

Securities and Exchange Commission. (2012). Proposed rules: Crowdfunding. <https://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>

V

Van Gysel, R. (2017, maart). Nieuw regelgevend kader inzake crowdfunding. Eubelius. https://www.eubelius.com/sites/default/files/201703_financial_crowdfunding_longread_fin.pdf

Van Gysel, R., & Wauters, M. (2017, maart). Het nieuwe prospectusregime: een voorsmaakje. https://www.eubelius.com/sites/default/files/201703_financial_prospectus.pdf

Vandezande, N., & Van de Velde, N. (2017). Innovatie en disruptie in het economisch recht. Intersentia.

Vincke, J. P., De Schryver, J., Fawzi, K., & Smits, R. (2019). Vennootschapsrecht toegepast (5de editie). Intersentia Uitgevers NV.

Vlaams Parlement. (2010, juli). Ontwerp van decreet tot wijziging van diverse bepalingen van het decreet van 19 mei 2006 betreffende de Winwinlening en van het decreet van 19 december 2003 betreffende het activeren van risicokapitaal in Vlaanderen. <https://docs.vlaamsparlement.be/docs/stukken/2009-2010/g640-1.pdf>

W

Wallonia.be & Sowalfin. (z.d.). Prêteur | Prêt Coup de pouce. [pretcoupdepouce.be](http://www.pretcoupdepouce.be). Geraadpleegd op 12 april 2021, van <http://www.pretcoupdepouce.be/pretteur>

Lijst van figuren en tabellen

Figuur 1	Overzicht financieringsbronnen (eigen bewerking) (Aernoudt, 2019).....	21
Figuur 2	Equity gaps (Aernoudt, 2019).....	28
Figuur 3	Omloop aan ondernemingskredieten (Febelfin, 2020).....	30
Figuur 4	Overzicht crowdfundingmodellen (European Crowdfunding Network, 2012)	41
Figuur 5	Bevoegdheden FSMA (FSMA, z.d.).....	46
Figuur 6	Aantal succesvolle projecten tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018).....	55
Figuur 7	Investeringsvolume tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018).....	56
Figuur 8	Investeringsvolume equity vs debt crowdfunding (FSMA, 2018).....	57
Figuur 9	Aantal succesvolle publieke, private en gemengde crowdfundingcampagnes (FSMA, 2018).....	57
Figuur 10	Gemiddelde tijdsperiode nodig om het doelbedrag te bereiken tussen 2012 en 2017 (FSMA, 2018).....	59
Figuur 11	Onderverdeling beleggingsinstrumenten (eigen bewerking) (FSMA, z.d.)	68
Figuur 12	Overzicht van welke ondernemingen onder de Crowdfundingwet alternatieve-financieringsdiensten mogen aanbieden.....	86
Figuur 13	Totaal aantal aangeboden vastgoedprojecten tot op heden via crowdfundingplatformen in België (eigen analyse).....	167
Figuur 14	Totaal aan opgehaalde fondsen tot op heden via crowdfundingplatformen in België voor de vastgoedsector (eigen analyse).....	168
Figuur 15	Nieuw te realiseren hotelproject Moxy in Gent.....	169
Figuur 16	Sfeerbeelden project Horizon Saive.....	170
Figuur 17	Gemiddeld interestpercentage per crowdfundingplatform inzake vastgoedontwikkeling (eigen analyse).....	171
Figuur 18	Gemiddelde financieringslooptijd per crowdfundingplatform inzake vastgoedontwikkeling (eigen analyse).....	172
Figuur 19	Kwartaalevaluatie Look&fin Q1 2021 financieringsvolume op sectorniveau (Look&fin, 2021).....	173
Figuur 20	Structurering van een crowdlendingoperatie.....	174
Figuur 21	Standaard financieringsmix (eigen bewerking) (Bouwen aan Vlaanderen, 2019).....	180
Figuur 22	Standaard financieringsmix aangevuld met een crowdlending tranche (eigen bewerking) (Bouwen aan Vlaanderen, 2019).....	180
Figuur 23	GML Estate project Rapidpark Bertem.....	189
Figuur 24	Tijdslijn duurtijd opzetten crowdfundingcampagne (Bolero crowdfunding, z.d.).....	193
Tabel 1	Crowdfundingmodellen in functie van de betrokkenheid van de investeerder (Vandezande & Van de Velde, 2017).....	36

Lijst van afkortingen

Q&A	Questions & Answers
JOBS-act	Jumpstart Our Business Startup Act
MBS	Mortgage-backed security
KMO	Kleine en middelgrote onderneming
BW	Burgerlijk Wetboek
P2P	Peer-to-peer
P2B	Peer-to-business
FSMA	Financial Services and Markets Authority
ICB	Instelling voor collectieve beleggingen
PSD1	Payment Services Directive 1
PSD2	Payment Services Directive 2
MTF	Multilateral trading facility
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
IMF	Internationaal Monetair Fonds
ECB	Europese Centrale Bank
EIB	Europese Investeringsbank
EER	Europese Economische Ruimte
AFP	Alternatieve-financieringsplatform
EU	Europese Unie
AICB	Institutionele alternatieve instellingen voor collectieve belegging
WVV	Wetboek Vennootschappen en Verenigingen
BV	Besloten Vennootschap

NV	Naamloze Vennootschap
CV	Coöperatieve Vennootschap
WIB	Wetboek Inkomstenbelasting
SA	Société Anonyme

