



**Faculteit Rechtsgeleerdheid
Universiteit Gent**

Academiejaar 2014-2015

“Crowdfunding”

Regulatory overkill or flexible approach: analysis of investor protection

Masterproef van de opleiding

‘Master in de Rechten’

Ingediend door:

Tim Petrus

Studentennr. 01004242

Promotor: Prof. Dr. REINHARD STEENNOT.

Commissaris: COOREMAN NATHALIE

INHOUD

VOORWOORD	1
HOOFDSTUK I: INLEIDING.....	1
HOOFDSTUK II: CROWDFUNDING	2
A. <i>Wat is crowdfunding?</i>	2
1. Motieven van de investeerder	3
1.1 Social model.....	3
1.2 Lending model	3
1.3 Reward Based model.....	3
1.4 Equity model.....	4
2. Motieven van projectaanbieders/ ondernemers.....	4
B. <i>Belang van crowdfunding voor start- ups en ondernemingen</i>	5
1. Crowdfunding is een uitdrukking van ‘the wisdom of the crowd’	5
C. <i>Wat zijn de voordelen/ nadelen van crowdfunding?</i>	8
1. Wat zijn de voordelen van Crowdfunding.....	8
1.1 Crowdfunding biedt een alternatief voor klassieke financieringsvormen.....	8
2. Wat zijn de nadelen van Crowdfunding?.....	16
2.1 Informatie asymmetrie, moral hazard en adverse selection	16
2.2 Fraudegevoeligheid.....	20
2.3 Uitoefening van aandeelhoudersrechten bij equity crowdfunding	21
HOOFDSTUK III : JURIDISCH KADER CROWDFUNDING.....	22
DEEL I : JURIDISCH KADER EQUITY CROWDFUNDING.....	22
A. <i>Verenigde Staten</i>	22
1. Verplichtingen die rusten op emittenten	22
1.1 Securities Act of 1933	22
1.2 Securities Exchange Act 1934.....	25
1.3 Jumpstart Our Business Start-up Act 2012.....	26
2. Verplichtingen die rusten op crowdfundingplatformen.....	29
2.1 Securities Exchange Act 1934	29
2.2 Jumpstart Our Business Start-up Act 2012.....	29
3. Conclusie	32
B. <i>België</i>	34
1. Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten (‘prospectuswet’)	35
1.1 Inleiding.....	35
1.2 Toepassingsgebied	36
1.3 Gevolgen	40
1.4 Conclusie.....	44
1.5 Bijzonder geval: Art. 68bis van de Prospectuswet.....	46
2. Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen.....	48
2.1 Beleggingsdienst.....	48
2.2 Financiële instrumenten	48
2.3 Plaatsen van financiële instrumenten.....	48
3. Bijzonder: Wet van 21 december 2009 inzake de betalingsdiensten	50
3.1 Van toepassing op crowdfunding?	50
3.2 Betalingsdienst.....	50
3.3 Betalingsdienstaanbieder.....	50
DEEL II: JURIDISCH KADER REWARD BASED CROWDFUNDING.....	52
A. <i>België</i>	53
1. Richtlijn 2011/83/EU betreffende consumentenrechten.....	53
1.1 Toepassingsgebied	53
1.2 Reward- based crowdfunding: hoe gaat het concreet in zijn werk?.....	61
2. Bijzonder: consumentenkoop.....	68

DEEL III: CONCLUSIE	71
HOOFDSTUK IV: WAT NU IN DE TOEKOMST?	73
A. <i>Europese JOBS Act?</i>	73
B. <i>Prospectusrichtlijn van toepassing maken?</i>	73
HOOFDSTUK V: BIBLIOGRAFIE	75
RECHTSLEER.....	75
WETGEVING EN VOORBEREIDENDE WERKEN.....	77
RECHTSPRAAK.....	78

VOORWOORD

Crowdfunding is een van de hypes in de moderne maatschappij. Talloze innovatieve producten en sociale projecten werden reeds ontwikkeld en gefinancierd met de steun van 'het volk'. Er is in Europa echter weinig gekend over de juridische achtergrond. Deze masterproef is er op gericht deze achtergrond te verduidelijken, meer specifiek vanuit het standpunt van de Europese consument. De masterproef is de spreekwoordelijke kers op de taart van de opleiding Rechten aan de Universiteit van Gent. Dit is echter geen eenvoudige taak. Met de hulp van enkele personen is dit eindwerk toch tot een goed einde gekomen. Hierbij dien ik enkele personen extra in de verf te zetten omdat zij mede verantwoordelijk zijn voor de totstandkoming van dit werk. Allereerst wil ik mijn promotor, Prof. Dr. Steennot, bedanken voor zijn deskundige begeleiding, positieve opbouwende kritiek en interesse in dit eindwerk. Bovendien wil ik ook mijn commissaris, Nathalie Cooreman, bedanken. Verder wil ik ook mijn familie bedanken voor de steun die zij mij verleend hebben bij het schrijven van deze masterproef.

HOOFDSTUK I: INLEIDING

1. Het is geen geheim meer dat sinds de crisis alsmaar meer KMO's en start-up bedrijven moeite hebben met het vergaren van voldoende kapitaal om te overleven. De klassieke financieringsinstellingen zoals banken zijn meer terughoudend bij het verstrekken van leningen of kredieten of verhogen hun toelatingsvoorwaarden. Hierdoor droogt de financiering op in de cruciale beginfase van innovatieve bedrijven. Ook andere investeerders zoals venture capitalists, investment bankers en business angels zijn meer op hun hoede sinds de crisis en springen pas in na een bepaalde periode. Hierdoor ontstaat er een tekort aan financiering tussen twee fases. Dit leidt ertoe dat veel bedrijven in de beginfase moeten opgeven wegens het gebrek aan financiële middelen, hoewel hun ideeën veelbelovend zijn. Om deze periode te overbruggen is er nood aan andere vormen van kapitaalvergarig. Hierdoor is de zoektocht naar alternatieve vormen van financiering begonnen. In de V.S. heeft men getracht via wetgevend optreden een kader te scheppen voor deze alternatieve methoden van financiering. Met de ondertekening van de Jumpstart Our Business Startup – act (Hierna: JOBS- act) werden een heleboel alternatieve vormen van bedrijfsfinanciering in het leven geroepen en meteen ook gereguleerd.¹ Een van deze vormen is "crowdfunding". Crowdfunding houdt in dat men via het internet financiering ophaalt, waarbij een grote groep mensen telkens kleine bijdragen leveren. Sindsdien is crowdfunding uitgegroeid tot een populaire vorm van externe bedrijfsfinanciering. Meer recent wint crowdfunding ook aan belang in Europa, waar momenteel een onderzoek gebeurt door de Europese Commissie omtrent de eventuele regulering. Het belang van crowdfunding mag niet onderschat worden. In 2012 was het globale volume aan financiering opgehaald via crowdfunding 2,7 miljard US \$. Voor Europa was dit 945 miljoen US \$. Het is dus duidelijk dat deze financieringsvorm een essentiële rol kan spelen in de economie. Ook in België wordt crowdfunding stilaan serieus genomen, getuige waarvan het oprichten van een crowdfundingplatform voor België en een mededeling van de FSMA omtrent het wettelijk kader.² Onlangs kwam ook Minister van Financiën, Koen Geens met het idee om crowdfunding om te

¹ Title III: Crowdfunding, JOBS- act (jumpstart our business startup), 5th of April 2012, <http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>.

² Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be geraadpleegd op 31/10/13 ; BYL, R., " Crowdfunding: Jan Modaal steunt de economie", Trends Knack magazine, 7 maart 2013, <http://trends.knack.be/economie/nieuws/finance/crowdfunding-jan-modaal-steunt-de-economie/article-4000258791132.html>

zetten in een wettelijk kader.³ Nochtans is crowdfunding nog niet volledig ingeburgerd in het Belgische ondernemingsleven. Zo blijkt uit een enquête van Unizo dat slechts 2% van de ondernemers er effectief gebruik van maakt. Voorlopig zet België dus nog maar zijn eerste stappen in die richting. Deze masterproef is er op gericht na te gaan of er überhaupt wel een wettelijk kader gecreëerd moet worden en of er extra maatregelen moeten genomen worden ter bescherming van investeerders. De recente evoluties tonen immers dat crowdfunding in de nabije toekomst een belangrijke bron van inkomsten zal uitmaken. Wanneer deze evolutie zijn groeispurt kent, kunnen we er maar beter klaar voor zijn op juridisch vlak.

HOOFDSTUK II: CROWDFUNDING

In dit deel gaan we verder in op het concept van crowdfunding. Hierbij wordt allereerst een omschrijving van de inhoud en de werking van crowdfunding gegeven. Vervolgens worden enkele voor- en nadelen opgesomd en besproken.

A. Wat is crowdfunding?

2. Crowdfunding is een nieuwe financieringsvorm die voor het eerst een wettelijke basis verwierf met de inwerkingtreding van de JOBS- act in de Verenigde Staten op 5 april 2012.⁴ Het biedt de mogelijkheid aan bedrijven, individuele personen en andere entiteiten om via het internet kleine hoeveelheden kapitaal in te zamelen van een grote hoeveelheid personen met als oogmerk het bekomen van voldoende kapitaal teneinde een bepaald vooropgesteld financieel, sociaal, cultureel doel te realiseren of deel te nemen aan een vooraf vastgelegde activiteit (vb.: Bart Swings doet beroep op crowdfunding ter financiering van zijn deelname aan de Olympische Spelen).

3. Een allesomvattende definitie van *crowdfunding* formuleren is echter allesbehalve eenvoudig. Het concept is namelijk heel divers en omvat een enorme waaier aan transacties die onder de noemer crowdfunding kunnen gebracht worden. Deze transacties worden op zich ingedeeld volgens de motieven van de *funders* (investeerders) en de *founders* (projectaanbieders). Desalniettemin kunnen er toch enkele typerende kenmerken van het concept crowdfunding geïdentificeerd worden.⁵ Deze zijn als volgt:

- Crowdfunding is een *financieringsmethode*
- waarbij een *ondernemer/ natuurlijke persoon / vereniging*
- zijn *project of nieuwe onderneming*
- financiert *zonder de tussenkomst van klassieke financiële tussenpersonen*
- door middel van *donaties of in ruil voor een vorm van beloning, een toekomstig product, een deel van de winst of zelfs stemrechten.*
- met een *internetplatform* als medium

4. – CROWDFUNDING IN EEN NOTENDOP – Concreet wordt er een bepaald project van sociale, culturele of financiële aard voorgesteld op de respectievelijke crowdfundingplatformen. Het project wordt er voorgesteld aan de hand van een korte beschrijving. Potentiële investeerders kunnen deze

³ “Koen Geens wil startende bedrijven financieren met crowdfunding”, Trends Knack magazine, 10 februari 2014, <http://trends.knack.be/economie/nieuws/beleid/koen-geens-wil-startende-bedrijven-financieren-met-crowdfunding/article-4000523808547.html>; zie ook supra n° 142 e.v.

⁴JOBS- act(jumpstart our business startup - act), 5th of april 2012, <http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>.

⁵ SCHWIENBACHER, A.; LARRALDE, B., “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, September 28, 2010, *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1699183>.

informatie op het platform raadplegen en, indien zij dit wensen, een bijdrage leveren. Voorbeelden van platformen zijn Kickstarter (VS), RocketHub (VS), Seedrs (UK), Crofun (BE).

5. - DOEL VAN CROWDFUNDING - Het doel van crowdfunding is het vergaren van extern kapitaal in de vorm van een donatie, in ruil voor het toekomstige product van het bedrijf, een specifieke vorm van beloning, of zelfs een deel van de toekomstige winst/stemrechten in een onderneming.⁶ Een investering kan vier verschillende vormen aannemen in het kader van crowdfunding.⁷ Deze worden ingedeeld op basis van de motieven van de investeerder. Dit moet worden genuanceerd. Deze indeling is echter geenszins limitatief, maar illustreert bijgevolg de complexiteit en diversiteit van het concept crowdfunding. Bijgevolg is het geenszins eenvoudig om een algemeen juridisch kader te schetsen. Deze indeling is relevant aangezien het specifieke type van een crowdfundingstransactie al dan niet zal bepalen of er een grotere behoefte is aan hetzij extra beschermende maatregelen, hetzij regulering. Zo zal men bij donaties of schenkingen die eerder voortkomen uit een sociaal motief minder genoodzaakt zijn bescherming te voorzien dan wanneer het gaat om investeringen in een onderneming of het aankopen van goederen.

1. MOTIEVEN VAN DE INVESTEERDER

De vier verschillende motieven van de investeerder zullen hierna kort besproken worden. In het vakjargon wordt elk van deze motieven aangeduid met de term *'model'*.

1.1 Social model

6. Het eerste model is het ***"social model"***. Deze vorm van transacties wordt gekenmerkt door het feit dat de investeerders geen tegenprestatie voor hun donatie verwachten. Zij handelen louter uit vrijgevigheid of sympathie voor het aangeboden project. Dit model wordt voornamelijk gebruikt voor het steunen van sociale projecten en vzw's.

1.2 Lending model

7. Het tweede model van crowdfunding is het ***"lending model"***. Zoals de naam reeds suggereert worden de bijdragen van het individu behandeld als een lening aan de projectaanbieder, waarbij er na verloop van een bepaalde periode een *return* op het kapitaal verwacht wordt. Dit is vergelijkbaar met de interest die verschuldigd is bij een gewone lening.

1.3 Reward Based model

8. Het derde model wordt het ***"reward-based"*** model genoemd. Dit is momenteel het meest dominante transactiemodel van crowdfunding. In dit model ontvangen investeerders een beloning voor hun bijdrage. Deze beloning kan heel divers zijn en kan de vorm aannemen van onder andere een figurantenrol in de film die men gefinancierd heeft, of een participatie in het designteam van een product, enzovoort.

9. Een variant hierop is het zogenaamde ***"pre-ordering"*** model. Productontwikkelaars en uitvinders kunnen via dit model hun ideeën op de markt brengen en tegelijkertijd financiering verwerven om deze te realiseren. Hierbij worden investeerders als toekomstige klanten behandeld, die reeds een product kunnen bestellen en betalen nog voor de productie een aanvang neemt. Achteraf, d.i. wanneer men voldoende middelen verworven heeft, wordt het product dan verzonden naar de investeerder. Dit model wordt dan ook vaak gehanteerd om de markt af te

⁶ GIUDICI, G.; NAVA, R.; LAMASTRA ROSSI, C.; VERECONDO, C., "Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?", October 5th, 2012, http://ssrn.com/abstract_id=2157429.

⁷ MOLLICK, ETHAN R., "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study", Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 1, January 2014, <http://ssrn.com/abstract=2088298>, p. 3.

toetsen. Wanneer een product de interesse van de consumenten aanwakkert en de nodige financiën voor de productie opgehaald worden, kan de producent het goed op de markt brengen.

1.4 Equity model

10. Het vierde model gaat uit van een investeringsmotief. Investeerders krijgen in ruil voor hun bijdrage een aandelenpakket of een deel van de winst (*'profit sharing'*) in een onderneming. Dit model noemt men "**equity crowdfunding**". Deze financieringsvorm werd uitdrukkelijk gereguleerd in de JOBS- Act.⁸ Voor startende bedrijven die nood hebben aan financiering is dit model van belang. In de V.S. is deze vorm onderworpen aan een strikt wetgevend kader en toezicht door de SEC.⁹ Maar het moet echter worden opgemerkt dat in verschillende landen wettelijke beperkingen gehanteerd worden met betrekking tot het maximum aantal private eigenaars die aandelen in handen mogen hebben.¹⁰ Er bestaan ook andere vormen van equity crowdfunding. Zo kan men een winstbewijs in toekomstige winsten van de onderneming toekennen, een aandeel in een investering in vastgoed, enzovoort.

11. Het blijft echter moeilijk de verschillende motieven van investeerders in categorieën onder te brengen. De doelen kunnen heel divers zijn. Vanuit het oogpunt van deze masterproef zal de focus evenwel liggen op die vormen van crowdfunding, waar er eventueel nood is aan extra bescherming voor de investeerder. Zo zal bij het *lending, equity* en *pre-order* model meer aandacht moeten besteed worden aan de juridische aspecten dan bij het *social* model of een donatie. Bij de laatstgenoemde modellen verwachten de investeerders geen return en ontstaat de wil om te investeren meestal uit een liefdadigheid of sympathie voor het aangeboden project. Bovendien zijn de bedragen die bij het social-model geïnvesteerd worden vaak minder omvangrijk dan de andere modellen.

12. Uit de praktijk blijkt evenwel dat het *reward based model* (met als absolute koploper het *pre-ordering*), het *social model* en *profit sharing* de meest dominante vormen van crowdfunding op de bestaande platformen uitmaken.¹¹ Aangezien deze masterproef als doel heeft het juridisch kader van crowdfunding in de EU en België te schetsen en na te gaan of er voldoende wettelijke waarborgen bestaan ter bescherming van de rechten van de consument en beleggers, zal de nadruk vooral liggen op de modellen die de rechten van investeerders/consumenten potentieel in het gedrang kunnen brengen. Op andere modellen wordt slechts ingegaan in de mate dat zij relevant zijn dan wel voor de volledigheid.

2. MOTIEVEN VAN PROJECTAANBIEDERS/ ONDERNEMERS.

13. Hoewel de meeste literatuur uitgaat van de indeling op basis van de beweegredenen van de investeerder, is het eveneens mogelijk een opdeling te maken vanuit het standpunt van de projectaanbieders. Welke drijfveren zijn er voor projectaanbieders om hun project te laten financieren door een beroep te doen op crowdfunding?

14. Deze motieven zullen besproken worden samen met de voordelen en nadelen die crowdfunding met zich meebrengt. Het is immers logisch dat de motieven van projectaanbieders gelijklopend zijn met de voordelen die crowdfunding in het leven roept. Er zal immers beroep

⁸ JOBS- act (jumpstart our business startup - act), 5th of April 2012, <http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>.

⁹ S.E.C. : 'Securities and Exchange Commission'. De federale toezichthouder in de Verenigde Staten.

¹⁰ BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32, 9th july, 2013 , http://ssrn.com/abstract_id=1578175, p. 1-4.

¹¹ BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32, 9th july, 2013 , http://ssrn.com/abstract_id=1578175, p. 4-5.

gedaan worden op crowdfunding indien men er een voordeel uit kan halen. Op het eerste zicht kan men al bepaalde voordelen distilleren die de drijfveren vormen voor projectaanbieders om een beroep te doen op crowdfunding.¹² Enerzijds biedt zij de mogelijkheid om sneller extern kapitaal te vergaren, waardoor ondernemers sneller startkapitaal kunnen verzamelen om hun geplande onderneming op te starten. Anderzijds kan crowdfunding ook gebruikt worden om het enthousiasme op de markt voor een innovatief product te testen. Een ander element is het gebruiken van crowdfunding als middel voor marketing doeleinden.

B. Belang van crowdfunding voor start-ups en ondernemingen.

15. Vooraleer de voordelen en nadelen van crowdfunding besproken worden, is het passend om aan te tonen welke rol crowdfunding kan spelen voor nieuwe bedrijven (start-ups) en ondernemingen die wensen te investeren. Sinds de kredietcrisis van 2008 is het moeilijker geworden voor ondernemingen om aan voldoende middelen te komen om hun activiteiten te financieren of te ontplooiën. Een verstrenging in de regulering voor banken vertaalde zich logischerwijs in strengere voorwaarden om krediet te verkrijgen van financiële instellingen. Dit betekende dat het voor beginnende ondernemingen quasi onmogelijk werd om een krediet te verwerven bij een financiële instelling omdat de voorwaarden te zwaar werden voor de, dikwijls nog in de opstartfase verkerende, kleine ondernemingen. Andere vormen van financiering zoals venture capital en business angels zijn daarentegen te onvoorspelbaar en bovendien grotendeels afhankelijk van de wil van diegene die investeert. Teneinde deze potentieel nefaste gevolgen tegen te gaan, werd er aldus op zoek gegaan naar een alternatieve financieringsmethode. Deze zoektocht resulteerde in het ontstaan van crowdfunding. Voor de eerste initiële fase wordt er rechtstreeks beroep gedaan op het volk, die een zeker interesse vertonen in het project. Zo worden de strenge voorwaarden van bankfinanciering vermeden en overbruggen de ondernemingen de cruciale startfase van kapitaalvergaring. Achteraf kunnen financiële spelers zoals venture capital funds inspringen om het project verder te begeleiden en te financieren. Het behoeft aldus geen betoog dat crowdfunding wel degelijk van belang kan zijn voor bedrijven die juist opstarten of die zich verder willen ontwikkelen. De alternatieve financieringsvormen komen verder nog aan bod wanneer we hun voordelen en nadelen afwegen tegen die van crowdfunding.¹³

1. CROWDFUNDING IS EEN UITDRUKKING VAN 'THE WISDOM OF THE CROWD'

16. Een van de essentiële elementen van crowdfunding is dat het een financieringsmodel is dat steunt op de verschillende, relatief kleine, bijdragen van een grote groep mensen (*'the crowd'*). In de literatuur bestaat een opvatting dat een grote groep mensen onder de juiste omstandigheden als wijs beschouwd kan worden.¹⁴ Het idee is eigenlijk voortgekomen uit de voorloper van crowdfunding, nl. *'crowdsourcing'*.

17. – CROWDSOURCING - Bij *'crowdsourcing'* wordt het nemen van een beslissing, die normalerwijs aan een raad van bestuur of aan de managers wordt toevertrouwd, uitbesteed aan een grote ongedefinieerde groep mensen (*'the crowd'*) door middel van een openbare oproep (*'open call'*).¹⁵ Dit bleek een uitermate succesvol idee te zijn. De grote groep mensen was in staat om in het algemeen werkelijk goede ideeën te genereren. Van hieruit groeide het idee dat *'the crowd'* in staat was om een rol te spelen in het verlenen van advies en suggesties in een professionele setting. Vele managers gingen dan ook veelvuldig gebruik maken van *'the wisdom of the crowd'* om beslissingen te nemen, die normaal enkel door het bestuur konden worden genomen. Zo werd er

¹² MOLLICK, ETHAN R., "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study", *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, January 2014, p.3, <http://ssrn.com/abstract=2088298>, p.3.

¹³ Zie infra n° 25 e.v.

¹⁴ SUROWIECKI, J., "The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few", *Abacus*, 2004.

¹⁵ HOWE, J., "The rise of Crowdsourcing", *Wire Magazine*, June 2006.

getoetst of *'the crowd'* in staat was betere ideeën te genereren dan professionelen om een bepaald probleem met betrekking tot baby producten op te lossen. Men kwam tot de conclusie dat de massa mensen ideeën hadden die goed scoorden op het vlak van vernieuwing en voordeel voor de consument, maar minder op het vlak van haalbaarheid voor productie.¹⁶ Dit toont toch aan dat *'the crowd'* wel degelijk goede ideeën naar voor brengen die mogelijks het werk van professionelen kunnen aanvullen.

18. – TWO MINDS ARE BETTER THAN ONE - De kerngedachte die achter het 'wisdom of the crowd' argument schuilgaat, is dat groepen die samengesteld zijn uit verschillende individuele mensen vaak efficiënter handelen dan individuen op zichzelf.¹⁷ Dit valt te verklaren door het gegeven dat men geconfronteerd wordt met een grote hoeveelheid verschillende oplossingen en visies voor eenzelfde probleem. Door verschillende van die elementen samen te brengen tot een oplossing waarin de meerderheid van de groep zich kan vinden, creëert men de best mogelijke oplossing. Deze groepering van verschillende visies is het gevolg van cognitieve diversiteit.¹⁸ Dit begrip stelt dat het voordeel bij een groep, die bestaat uit mensen met een verschillende culturele, ideologische en economische achtergrond, erin bestaat dat iedere persoon handelt volgens een eigen denkproces. Dit zorgt er op zich voor dat verschillende mensen komen tot verschillende oplossingen voor een probleem dat zich stelt. Crowdfunding repliceert dit proces, doch wel op een mondiaal niveau.

19. Door technologische innovatie en de afname van de digitale kloof tussen oudere en jongere generaties, is het voor ondernemingen immers mogelijk geworden een heel groot doelpubliek te bereiken. Voorheen was men voor beginfinanciering afhankelijk van de evaluaties van experts (kredietverstrekkers, venture capitalists, business angels, rating agencies). Pas wanneer deze positieve signalen in een start-up zagen, gingen zij investeren. Deze ingesteldheid leidde er dan ook toe dat vele, vaak veelbelovende projecten, voortijdig werden omdat er volgens de experts op het moment van beoordeling nog niet voldoende elementen aanwezig waren om een financiering te rechtvaardigen. Nu stelt zich de vraag hoe men hieraan tegemoet kan komen. Is er m.a.w. een mogelijkheid om veelbelovende projecten de kans te bieden een succesverhaal op te bouwen zonder de steun van klassieke institutionele investeerders/experts? Het antwoord is naar mijn mening toch bevestigend. Crowdfunding komt aan dit probleem tegemoet.

20. – HET VOLK V. EXPERTS – Een essentiële vraag is echter hoeveel waarde kleine ondernemingen mogen hechten aan de beoordeling van een project door het volk. Om dit te analyseren moet er worden nagegaan of er daadwerkelijk een verschil is tussen de hoeveelheid kennis/knowhow van het volk enerzijds en de kennis/knowhow van experts anderzijds. Met andere woorden: Is het mogelijk dat projecten, die aanvankelijk niet de steun krijgen van experts, toch kunnen slagen? Kunnen we vertrouwen op 'the wisdom of the crowd' om een goede investeringskeuze te maken?

Uit een onderzoek van MOLLICK en NANDA blijkt dat de keuze van experts en deze van het volk vaak leiden tot hetzelfde succesgehalte.¹⁹ Zij leiden uit de resultaten ook af dat, wanneer deskundigen en het volk verschillen van mening, er geen objectieve kwantitatieve of kwalitatieve verschillen blijken te bestaan tussen de verschillende keuzes gemaakt door experten en het volk.

¹⁶ POETZ, MARION K.; SCHREIER, M., "The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas?", *Journal of Product Innovation Management*, Forthcoming, December 17, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1566903>, p. 20.

¹⁷ SCHWIENBACHER, A., LARRALDE, B., "Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures", September 28, 2010, *Handbook Of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1699183>, p. 5-7.

¹⁸ LANDEMORE, HELENE E., "Majority Rule and the Wisdom of Crowds: the Task-Specificity of Majority Rule as a Predictive Tool", August 17, 2010, <http://ssrn.com/abstract=166057>, p.13 -16.

¹⁹ MOLLICK, ETHAN R; NANDA, R., "Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts", June 20, 2014, *Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 14-116*, <http://ssrn.com/abstract=2443114>, p.4-22.

Crowdfunding leidt er dus *de facto* toe dat er minder 'vals negatieven' zijn. Hun conclusie is dat er meer goede projecten worden voortgezet die voorheen werden afgewezen door experts. Meer nog blijkt uit de resultaten dat projecten die niet gefinancierd zouden worden door experts, maar wel door het volk, geen wezenlijk verschil in succes vertonen.²⁰

21. Samenvattend is er dus een consensus over het feit dat dat zowel experts als het volk het meestal eens zijn over de kwaliteit van een bepaald project, maar het volk bereid is projecten te steunen die experts niet zouden financieren. Dit kan vooral verklaard worden door de financieringsdrempel. Indien deze drempel niet behaald wordt, kan men zijn investering niet verliezen. Wanneer een grote groep mensen een project begint te steunen, zal men door de financieringsdrempel rapper geneigd zijn dat project te steunen ook al beschikken zij slechts over vage informatie.²¹ Dit speelt in het voordeel van ondernemers aangezien de kans op slagen van een project verhoogd wordt. Dit alles kan leiden tot een potentiële meerwaarde voor de economie. Naarmate meer ideeën op de markt gebracht worden, ontstaat er meer gezonde concurrentie. Deze concurrentie leidt er op zich toe dat er gestreefd wordt naar meer innovatie wat bijdraagt aan de marginale baten van de maatschappij. Het keuzemonopolie van de institutionele investeerders wordt aan de hand van crowdfunding *de facto* doorbroken en de financieringsmarkt wordt gedemocratiseerd en geliberaliseerd.

22. – HEEFT HET VOLK ALLE WIJSHEID IN PACTH ? - Toch moet dit alles worden genuanceerd. Men moet er nu niet blindelings van uitgaan dat het volk alle wijsheid in pacht heeft. Er zijn inderdaad sterke argumenten die aanleiding geven tot het erkennen van een '*wisdom of the crowds*', doch deze kunnen naar mijn mening niet los gezien worden van de maatschappelijke realiteit. Het overgrote deel van consumenten en investeerders gaat vaak af op uiterlijke signalen van een product of een investering om te oordelen of deze veelbelovend is. Zo zal men in het kader van crowdfunding vaak afgaan op onder meer: het al dan niet uploaden van een video, een extensieve beschrijving en informatie over het project op de platformen, een soort label van het platform zelf in de aard van 'keuze van de redactie'. De marketingkwaliteiten van een startend project vertekenen de zogenaamde '*wisdom of the crowd*' aangezien niet iedereen dezelfde nauwkeurigheid hanteert bij de beoordeling van de kwaliteit van een project. Enige voorzichtigheid is dus geboden.

23. Het is derhalve aangewezen na te gaan waarom bepaalde experts een project hebben afgekeurd. Zij beschikken vaak over de vereiste ervaring, kennis en knowhow waarover de gemiddelde investeerder niet beschikt. De informatie van mensen die vertrouwd zijn met de markt en het business gebeuren is van belang omdat we bij elke transactie op het internet te kampen hebben met informatie asymmetrieën: de projectaanbieder weet steeds meer dan de investeerders. Gewone consumenten kunnen vaak alleen afgaan op de beperkte informatie die op de platformen wordt vrijgegeven. Experts daarentegen weten vaak de asymmetrie op te heffen door hun kennis van de markt en expertise in het specifieke domein. Het blindelings volgen van het volk kan dus ook nefaste gevolgen hebben.

24. Toch kan '*the wisdom of the crowd*' zeker aanzien worden als een argument pro crowdfunding met betrekking tot de reflectie van de aantrekkingskracht van een project bij het publiek en de kwaliteit er van.

²⁰ Het moet worden opgemerkt dat het onderzoek in kwestie werd gevoerd bij theaterprojecten, d.w.z. projecten van culturele aard. Dit is omwille van het feit dat bij dergelijke projecten de subjectieve appreciatie van het project door de investeerders een grote rol speelt en er aldus een scherp onderscheid bestaat tussen de kennis van experts en deze van het volk.

²¹ HAKENES, H.; SCHLEGEL, F., "Exploiting the Financial Wisdom of the Crowd - Crowdfunding as a Tool to Aggregate Vague Information", 2014, <http://ssrn.com/abstract=2475025>, p. 28.

C. Wat zijn de voordelen/ nadelen van crowdfunding?

1. WAT ZIJN DE VOORDELEN VAN CROWDFUNDING

1.1 Crowdfunding biedt een alternatief voor klassieke financieringsvormen

25. Vooraleer de vergelijking gemaakt wordt met de prominente vormen van klassieke financiering, dient er eerst een onderscheid gemaakt te worden tussen twee onderscheiden financieringsmethoden. Deze kunnen opgedeeld worden in twee groepen. Enerzijds zijn er de financieringsmethoden die uitgaan van deelname in het kapitaal ('*equity*') en anderzijds zijn er de financieringsmethoden die uitgaan van schuldfinanciering ('*debt*'). De belangrijkste spelers in de markt van equity financing en kapitaal die hierna besproken worden zijn: venture capital, business angels. De belangrijkste bronnen van schuldfinanciering zijn: kredietverlening door financiële instellingen.

a. Equity financing

I. Venture capital

26. - WAT IS VENTURE CAPITAL + DOELSTELLING- '*Venture Capital*' of durfkapitaal is een van de klassieke financieringsbronnen van start-ups en veelbelovende ondernemingen. Zij fungeren hierbij als financiële tussenpersoon om er voor te zorgen dat de onderneming groeit en genoeg financiële draagkracht verwerft om zich op de markt te begeven. Vaak hebben deze 'targets' weinig activa op hun balans, zodat dergelijke investeringen bijzonder risicovol zijn.

27. '*Venture capital firms*' (hierna 'VC firms') zijn vennootschappen die zich bezighouden met venture capital financiering, waarbij zij actief op zoek gaan naar bedrijven die veel potentieel vertonen. Wanneer zij enkele geschikte ondernemingen geselecteerd hebben om op te nemen in hun portfolio, gaan zij vervolgens investeren. Dit gebeurt door de aankoop van 'equity' of 'equity stakes' in een onderneming.²² Zij worden dus aandeelhouder in de betrokken onderneming.

28. - KARAKTERISTIEKEN VAN VENTURE CAPITAL - Venture capital heeft in essentie 5 karakteristieke kenmerken.²³

- 1) VC firms vervullen een rol als financiële tussenpersoon. De investeerders van de VC firms stellen kapitaal ter beschikking. De vennootschap gebruikt dat kapitaal om te investeren in veelbelovende ondernemingen die zich in haar portfolio bevinden of in nieuwe ondernemingen.
- 2) VC firms investeren enkel in private ondernemingen.
- 3) VC firms spelen een actieve rol in de begeleiding, adviesverlening en toezicht op de ondernemingen in hun portfolio.
- 4) Het primaire hoofddoel van venture capitalists bestaat er in een zo groot mogelijke return te genereren voor de investeerders van de VC firm. Dit bereiken ze meestal door de verkoop van hun aandelen of belangen bij een 'initial public offering' (hierna 'IPO'). Een andere manier bestaat uit een strategische verkoop van de onderneming.
- 5) Venture capitalists investeren om de interne groei van ondernemingen te financieren.

²² GOMPERS, P.; LERNER, J., "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No.2, 2001, <http://www.jstor.org/stable/2696596>, p. 145-168.

²³ METRICK, A.; YASUDA, A., "Venture Capital and the Finance of Innovation", September, 2010, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2010, <http://ssrn.com/abstract=929145>, p.3.

29. Deze vorm van investeren kadert zich in een motief van: high risk, high potential return.²⁴ Jonge ondernemingen hebben vaak weinig tastbare activa, geen historiek, falen vaak en hebben weinig of geen inkomsten. Dit maakt het bijzonder moeilijk deze te waarderen.²⁵ Dit wordt meestal gekenmerkt door een grote informatie asymmetrie, waardoor het moeilijk te bepalen is wanneer een onderneming rijp is voor venture capital financiering. Klassieke investeerders zijn meestal niet bereid om te investeren in deze ondernemingen, omdat zij vaak risico-avers zijn. Daarom gaan die investeerders vaak kapitaal verschaffen aan venture capital firms, die dan op hun beurt ondernemingen screenen. Dit is een voordeligere optie aangezien zij dan een return ontvangen van de VC firms. Omwille van de spreiding van het risico door een divers portfolio lopen zij minder risico en ontvangen zij vaak een mooie return.

De informatie asymmetrie wordt door VC firms vaak opgevangen door een 'due diligence' onderzoek te voeren. Achteraf zal men ook de onderneming intensief begeleiden en opvolgen teneinde het maximale potentieel te ontplooien.²⁶ De middelen die zij daarvoor hanteren zijn divers van aard. Zo zullen zij vaak een zetel verwerven in de raad van bestuur teneinde inspraak te krijgen in het beleid.²⁷ Een andere manier om de controle te verwerven en te behouden, bestaat in het financieren van de ondernemingen in fases: zo kan men per fase doelstellingen bepalen. De onderneming heeft dan een incentive om vooruit te gaan, omdat de volgende ronde van financiering gekoppeld wordt aan het bereiken van die vooropgestelde doeleinden. Dit middel wordt ook gehanteerd om eventuele 'moral hazard' problemen uit de weg te ruimen. Het zou kunnen dat na het ter beschikking stellen van het volledige kapitaal, het management geen drang meer voelt om nog hun best te doen voor de onderneming. Hij beschikt toch al over het kapitaal, waarom dan nog de moeite doen? Om deze redenen is het regelen van de geldstroom een van de meest effectieve troeven die een VC firm kan hanteren.

30. – WAAROM WEL VENTURE CAPITAL? - Venture capital biedt heel wat mogelijke voordelen voor ondernemingen. De voornaamste reden is uiteraard omdat de onderneming financiering verwerft die vaak substantieel genoeg is om haar interne groei naar het maximale groeipotentieel te brengen. Ten tweede kan men een beroep doen op de extensieve knowhow, kennis en ervaring van venture capitalists.²⁸ Startende ondernemingen beschikken vaak over weinig contacten en geringe marktkennis. Bovendien zijn zij meestal financieel of juridisch niet onderlegd. Venture capitalist firms lossen dit op. Zij worden aanzien als experts in het herkennen van veelbelovende start-ups. Daarom geeft de opname van een bedrijf in een portfolio van een VC firm, een signaal naar de markt dat de specifieke onderneming kwaliteit bevat.²⁹ Bijgevolg zal zij ook additionele investeerders aantrekken die afgaan op deze signalen. VC financiering heeft dus een signaalfunctie, dat als een voordeel beschouwd kan worden.³⁰ Ten slotte heeft Venture Capital nog

²⁴ BARRY, B. CHRISTOPHER; MUSCARELLA, J. CHRIS; VETSUYPENS, R. MICHAEL; PEAVY III, W. JOHN, "The role of venture capital in the creation of public companies, evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, volume 77, 1990, p. 449.

²⁵ DAMODARAN, A., "Valuing Young, Start-Up and Growth Companies": Estimation Issues and Valuation Challenges, June 12th, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1418687>, p. 5-7; zie ook: GOMPERS, P.; LERNER, J., "What Drives Venture Capital Fundraising?", January, 1999, <http://ssrn.com/abstract=57935>, p. 4.

²⁶ GOMPERS, P.; LERNER, J., "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No.2, 2001, <http://www.jstor.org/stable/2696596>, p.155.

²⁷ BARRY, B. CHRISTOPHER; MUSCARELLA, J. CHRIS; VETSUYPENS, R. MICHAEL; PEAVY III, W. JOHN, "The role of venture capital in the creation of public companies, evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, volume 77, 1990, p.449.

²⁸ HELLMANN, THOMAS F.; PURI, M., "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", May, 1999, *Sauder School of Business Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=173655>, p. 8.

²⁹ BERNARD S. BLACK; RONALD J. GIBSON, "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of financial economics*, vol. 47 (3), 15th march 1998, <http://ssrn.com/abstract=46909>, p. 258 -259.

³⁰ DAVILA, A.; FOSTERA, G.; GUPTA, M., "Venture capital financing and the growth of startup firms", *Journal of Business Venturing*, Volume 18, Issue 6, November 2003, p. 689-708.

als voordeel dat zij gespecialiseerd is in het financieren van start-ups, dit in tegenstelling tot de klassieke financieringsinstellingen (vb.: kredietverlening door financiële instellingen).

31. – WAAROM NIET VENTURE CAPITAL? - Toch moet men als onderneming rekening houden met enkele nadelen wanneer men opteert voor venture capital financiering. In het vakjargon vermeldt men vaak de problematiek van *'taking over the entrepreneurs baby'*. Dit houdt in dat venture capitalist firms vaak zo ver gaan dat zij de onderneming volledig domineren en naar hun hand zetten. Hierdoor is het mogelijk dat de oorspronkelijke ondernemer volledig naar de achtergrond gedwongen wordt. Dit ligt echter zeer gevoelig bij de investeerders van de venture capital firm. Zij zullen vaak dreigen hun geldstroom stop te zetten indien de venture capital firm te zeer domineert.

Het grootste nadeel is tevens de hoofddoelstelling van venture capital financiering: een grote return genereren voor de eigen investeerders. Zij moeten dus niet-liquide aandelen in een private onderneming omzetten in liquide middelen, om een dividend te genereren voor de eigen aandeelhouders. Men kan dit op twee manieren doen. Vooreerst kan men gebruik maken van een IPO.³¹ Hierbij gaat de onderneming de aandelen aan het grote publiek aanbieden op een gereguleerde markt, i.e. de klassieke beursgang. Men gaat hierbij een concrete marktprijs per aandeel bepalen en vervolgens haar deelneming in de onderneming verkopen. Dit zorgt er echter voor dat de aandelenpositie van de oorspronkelijke ondernemer verwatert. Investeerders kunnen de controle verwerven over de onderneming door een pakket aandelen te verwerven. Dit is echter niet altijd het geval (vb.: bij Facebook bieden de aandelen van Zuckerberg 100 keer meer stemmen dan andere aandelen, waardoor hij de facto de controle kan behouden over Facebook). Ten tweede kan men een return genereren door zijn private equity stakes te verkopen aan een derde. Dit zal echter maar een voldoende grote return genereren wanneer het een strategische verkoop betreft. Enerzijds door te verkopen wanneer er twee bidders zijn die de prijs opdrijven. Anderzijds door te verkopen aan een concurrent die de onderneming wil opslorpen om zijn marktaandeel te vergroten.

32. – VENTURE CAPITAL CYCLUS - Nu de voordelen en nadelen gekend zijn, evenals de doelstelling en de mechanismes die venture capital inhouden, wordt hierna ingegaan op de cyclus van investeren die gehanteerd wordt bij venture capital. Dit is van belang omdat crowdfunding een potentiële rol kan spelen in de 'gaps' van de venture capital cyclus. Hier wordt later op ingegaan.³²

33. De venture capital cyclus bestaat in wezen uit drie hoofdfasen: investing, monitoring en exit.³³

1) Investing

34. De eerste hoofdfase bestaat uit alle voorbereidende handelingen en de eigenlijke beslissing tot investering. Zoals reeds werd vermeld, wordt er actief op zoek gegaan naar ondernemingen die veel potentieel vertonen, teneinde deze toe te voegen aan het portfolio van de VC firm. Hierbij komen slechts enkele ondernemingen in aanmerking. Wanneer een bepaalde onderneming geselecteerd wordt, wordt een –vaak vrij lijvig- document (*'term sheet'*) opgemaakt waarin de voorwaarden van de VC firm bepaald zijn. Slechts indien deze voorwaarden vervuld zijn, zal zij overgaan tot investering. Hierin staan enkele voorwaarden met betrekking tot de hoeveelheid aandelen, de prijs per aandeel, het type aandelen, regelen inzake voorkeurrecht, regelen inzake bestuur enzovoort. Indien deze voorwaarden aanvaard worden door de betrokken onderneming,

³¹ GOMPERS, P., LERNER, J., "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No.2, 2001, pp. 145-168, <http://www.jstor.org/stable/2696596>, p.159-162.

³² Zie *infra* n° 38 – 39.

³³ METRICK, A.; YASUDA, A., "Venture Capital and the Finance of Innovation", September, 2010, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2010, <http://ssrn.com/abstract=929145>, p.9.

dan volgt een grondig onderzoek en een doorlichting van de gehele onderneming. Is dit gunstig, dan gaat men over tot het sluiten van een contract.

2) Monitoring

35. Vanaf het moment dat er kapitaal geïnvesteerd wordt gaat men de onderneming intensief begeleiden tot aan de laatste fase.³⁴ Een paar van de diensten die verleend worden hebben betrekking op adviesverlening, bestuur en beleid. Dit alles heeft tot doel de waarde van de onderneming op te drijven tot het maximaal leefbare potentieel, zodat bij een exit de maximale winst gegenereerd wordt.

3) Exiting

36. Wanneer het maximale potentieel van een onderneming is bereikt, gaat men zijn investering laten renderen en gaan de VC firms uit de onderneming stappen. Dit kan op twee onderscheiden manieren gebeuren: een IPO of een strategische verkoop. Meestal wordt de voorkeur gegeven aan een IPO, omdat deze de grootste kans op een maximale return biedt. Doch ook een strategische verkoop van de onderneming behoort tot de klassieke exit-strategieën van een venture capitalist firm.

37. – STARTPUNT VENTURE CAPITAL CYCLUS - Deze cyclus loopt in de realiteit niet altijd synchroon met het leven van de onderneming . Een VC firm kan op drie verschillende tijdstippen in de ontwikkeling van een onderneming beslissen om te investeren en doet dat dus niet altijd bij de oprichting. Deze fasen zijn: seed stage, mid-stage en late stage financing

Seed stage (of early stage) financing heeft betrekking op de juist opgerichte onderneming of een onderneming die zich in de beginfase van zijn ontwikkeling bevindt. Deze fase kenmerkt zich door een beperkte investering en karakteriseert zich als een testfase.

Mid-stage financing heeft betrekking op een onderneming die zich in het midden van haar ontwikkeling bevindt, maar nog niet de top van haar potentieel bereikt heeft. Deze fase kenmerkt zich vooral door als doelstelling de verdere uitbreiding en groei van de onderneming te ambiëren.³⁵

Bij late stage financing gaat een VC firm intreden in het kapitaal op een tijdstip waar de onderneming reeds een groot deel van haar ontwikkeling gerealiseerd heeft. Deze fase kenmerkt zich door het overnemen van stabiele bedrijven die klaar zijn voor een beursgang of strategische verkoop, zoals deze hierboven werd beschreven.

38. – IMPACT CRISIS - Sinds de crisis is een verschuiving waargenomen in de cyclus, waarbij het tijdstip van het inspringen van VC firms in de financiering van ondernemingen is doorgeschoven. Men heeft zijn activiteiten verschoven van voornamelijk early stage financing naar mid- of late stage financing. Deze verschuiving zorgt er voor dat er een '*financing gap*' ontstaat in de early stage en eventueel mid-stage. Jonge ondernemingen hebben in dit stadium de financiering broodnodig. Ten gevolge van de crisis moet er dus een alternatief gevonden worden om die 'gap' te overbruggen. Hierna wordt de rol die crowdfunding kan spelen geanalyseerd.

39. - CROWDFUNDING KAN DE 'FINANCING GAP'/'FUNDING GAP' OVERBRUGGEN - De venture capital cyclus start traditioneel met het oprichten van fondsen ('firms or funds') die kapitaal ophalen van (voornamelijk) institutionele investeerders om start-ups met een hoog potentieel te ondersteunen.³⁶ Vervolgens gaat het fonds investeren in enkele ondernemingen. Deze

³⁴ BERNARD S. BLACK; RONALD J. GIBSON, "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of financial economics*, vol.47 (3), 15th march 1998, <http://ssrn.com/abstract=46909>, p. 257-258.

³⁵ JENG, LESLIE A.; WELLS, PHILIPPE C., "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries", May, 1998, <http://ssrn.com/abstract=103948>, p. 5.

³⁶ SMITH KIHOLM, J.; SMITH L., R., "Entrepreneurial finance", *John Wiley & Sons*, 2004,

ondernemingen worden actief begeleid en ondersteund met kapitaal opdat zij een verder stadium in hun ontwikkeling zouden bereiken.³⁷ Vervolgens, wanneer het eindstadium in de ontwikkeling is bereikt, wordt een exit strategie bepaald. Zo kan men de vruchten van zijn investering oogsten en zo een mooie return genereren voor de investeerders van de fondsen. De VC firms strijken een commissie op voor deze transactie. Achteraf kan dan een nieuwe cyclus opgestart worden.³⁸

40. De traditioneel dominante exit strategie bij VC firms is de IPO. Maar door de economische terugval ontstonden er twee elementen die een wereldwijde impact hebben gehad op de venture capital markt.³⁹ Vooreerst was er een daling in het aantal winstgevendende exits. Dit heeft geleid tot een algemeen lagere return voor de VC firm investeerders. Anderzijds is er een daling in het aantal beursgenoteerde hoogtechnologische bedrijven waar te nemen, die van die aard is dat zij de gelijkmatige stroom van vernieuwende ondernemers doorbreekt. Deze twee elementen zorgen voor een trage IPO markt, die de voorkeur van venture capitalists doet verschuiven van een IPO naar een verkoop. Hierbij verwerft het fonds sneller liquide middelen en zijn er minder regulatoire vereisten.

41. Bovendien is er ook een significante daling van het aantal VC firms waarneembaar, waardoor de meeste VC firms een langere looptijd van hun financiering ambiëren. Dit leidt er op zich toe dat slechts enkele venture capital firms kans maken op een continue financiering door hun institutionele investeerders. Het actiever opvolgen, het zichzelf in een zwakke onderhandelingspositie plaatsen zijn gevolgen van de economische terugval.⁴⁰

Deze wijzigingen in de markt, door een uit balans zijn van vraag en aanbod, leiden tot een verschuiving in de VC cyclus.⁴¹

42. Het tijdsverloop tussen de oprichting van een onderneming en de financiering door VC firms is sinds de crisis alsmaar toegenomen. Dit schept een soort van 'financing gap' waar ondernemingen aangewezen zijn op andere financieringsbronnen.⁴² Hier kan crowdfunding dus een rol spelen. Zij kan dienen als een opstap richting verdere financiering door voldoende liquide middelen te genereren om de periode tussen de oprichting en betrokkenheid van VC firms te overbruggen. Crowdfundingplatformen kunnen bijgevolg ook fungeren als platformen voor 'over the counter' transacties teneinde liquide middelen te genereren door de verkoop van aandelen op de secundaire markt.⁴³ Crowdfunding kan dus ook periodes tussen de verschillende fases van venture capital financiering overbruggen (de zogenaamde 'funding gap').

43. Crowdfunding kan dus een belangrijke rol kan spelen bij de overbrugging van periodes waar de klassieke financieringsbronnen opdrogen. Crowdfunding kan enerzijds voldoende middelen genereren om de tijdspanne tussen de oprichting van een onderneming en financiering door

³⁷ VERMEULEN P.M., E.; MCCAHERY A., J., "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting" ,*Law Working Paper N° 213/2013*, May, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=2215896, p. 34.

³⁸ GOMPERS, P.; LERNER, J., "The venture capital cycle", Cambridge, *the MIT press*, 1998.

³⁹ MENDOZA M., J.; VERMEULEN P.M., E., "The new venture capital cycle (part II) the importance of private secondary market liquidity", *Lex Research Topics In Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011*, 3rd may, 2011, http://ssrn.com/abstract_id=1829835, p. 2.

⁴⁰ VERMEULEN P.M., E.; MCCAHERY A., J., "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting" ,*Law Working Paper N° 213/2013*, May, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=2215896, p. 8.

⁴¹ VERMEULEN P.M., E.; MCCAHERY A., J., "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting" ,*Law Working Paper N° 213/2013*, May, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=2215896, p. 1.

⁴² DITTMER, J.; MCCAHERY, JOSEPH A.; VERMEULEN, P. M. E., "The 'New' Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms", November 20, 2013, *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2013-7, Tilburg Law School Research Paper No. 021/2013*, <http://ssrn.com/abstract=2357771>, p. 7.

⁴³ MENDOZA M., J.; VERMEULEN P.M., E., "The new venture capital cycle (part II) the importance of private secondary market liquidity", *Lex Research Topics In Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011*, 3rd may, 2011, http://ssrn.com/abstract_id=1829835, p. 30.

klassieke financieringsbronnen (i.e. venture capital) te overbruggen ('*bridging the financing gap*'). Anderzijds kan crowdfunding ook gebruikt worden om periodes tussen de verschillende financieringsfasen van venture capital te overbruggen, wanneer de onderneming nood heeft aan additioneel kapitaal ('*bridging the funding gap*').

II. Business Angels

44. – WAT ZIJN BUSINESS ANGELS? - Financiering door (een) business angel(s) is een alternatieve vorm van klassieke venture capital financiering (soms ook '*informal venture capital*' genoemd). Een business angel is een private investeerder, vaak van oudere leeftijd (maar kan ook jong zijn vb.: Ashton Kutchner, Leonardo Dicaprio), die (tijdens hun actieve loopbaan) voldoende financiële middelen verworven hebben en die investeren in start-ups en KMO's gekenmerkt door een hoog risico.⁴⁴ Zij hebben traditioneel een voorkeur voor early stage of seed stage financiering. Zij doen dit door met eigen middelen private equity stakes in private ondernemingen aan te kopen.⁴⁵ Na hun investering trachten zij een actieve rol te spelen in de begeleiding van de betrokken onderneming door het ter beschikking stellen van hun kennis, ervaring, vaardigheden en contacten in de zakenwereld die zij verworven hebben in hun actieve loopbaan.

45. – MOTIEVEN BUSINESS ANGELS - Hun motieven worden enerzijds gekenmerkt door het streven naar een zekere return en anderzijds halen business angels vaak voldoening uit het feit dat zij ondernemingen door middel van hun kennis, ervaring en kapitaal vooruit kunnen helpen.

46. – VERSCHIL MET VENTURE CAPITAL - Het belangrijkste verschil met venture capital zit hem in de afkomst van de middelen waarmee een onderneming gefinancierd wordt. Bij business angels worden eigen middelen gebruikt, terwijl bij venture capital middelen van institutionele beleggers in een fonds verzameld worden om vervolgens investeringen te doen.

47. Zoals supra reeds werd vermeld heeft er zich een verschuiving voorgedaan in de venture capital cyclus.⁴⁶ De financiering door middel van venture capital is verschoven naar medium of late stage financing. Dit creëert een financing gap in de seed en early stage. Dit dwingt ondernemers om op zoek te gaan naar alternatieve vormen van financiering om deze gap te overbruggen.⁴⁷ Een van die financieringsvormen houdt in dat men een beroep doet op business angels, die meestal een voorkeur hebben voor early of seed stage financiering. Bijgevolg kan ook een verschil met venture capital waargenomen worden met betrekking tot het tijdstip van financiering.

48. – GELIJKENISSEN CROWDFUNDING MET BUSINESS ANGELS - Wanneer we crowdfunding vergelijken met business angels, zien we enkele gelijkenissen.⁴⁸ Het begrip 'crowdfunding' omvat echter een veel bredere waaier aan transacties dan de verhandeling van financiële instrumenten. In de hiernavolgende bespreking dient het begrip crowdfunding begrepen te worden in de zin van 'equity crowdfunding' (of: 'crowdinvesting'), waarbij crowdfunding gehanteerd wordt voor de verhandeling van verschillende financiële instrumenten.

⁴⁴ RAMADANI, V., "Business Angels - Who They Really Are?", November 13, 2009, *Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance*, Vol. 18, Nos. 7-8, Chichester: John Wiley and Sons, November, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1300422>, p. 5. ; zie ook: HELLMANN, THOMAS F.; PURI, M., "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", May, 1999, *Sauder School of Business Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=173655>, p. 9.

⁴⁵ AERNOUDT, R., "Business Angels: The Smartest Money for Starters? Plea for a Renewed Policy Focus on Business Angels", *International Journal of Business*, Vol. 10, No. 3, 2005, <http://ssrn.com/abstract=778426>, p. 272.

⁴⁶ Zie supra n° 38.

⁴⁷ Zie supra n° 42.

⁴⁸ HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?", October 8, 2014, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2401515>, p. 8.

Een eerste gelijkenis is dat beide vormen een voorkeur hebben voor financiering in een vroeg stadium van de ontwikkeling van een onderneming. Een tweede gelijkenis is dat beide vormen gericht zijn op de aankoop van diverse financiële instrumenten in private ondernemingen.⁴⁹ Dit begrip wordt later besproken bij de analyse van het toepasselijke wetskader.⁵⁰

49. – VERSCHILLEN CROWDFUNDING MET BUSINESS ANGELS - Er zijn echter ook enkele belangrijke verschillen die het mogelijk maken de twee verschillende financieringsvormen van elkaar te onderscheiden. Deze verschillen tekenen zich af op verschillende aspecten van de financiering.

Ten eerste is er een verschil in de toepasselijke wetgeving. Op dit aspect zal later worden ingegaan wanneer het rechtskader rond crowdfunding wordt geanalyseerd.⁵¹

Ten tweede kan men ook een verschil opmerken met betrekking tot de houding van de investeerder in de onderneming. Business angels nemen een actieve houding aan in de onderneming na hun investering. Bij crowdfunding zal deze actieve rol meestal beperkt blijven. Business angels investeren dus meer dan enkel kapitaal.

Ten derde is er een duidelijk verschil in het aantal investeerders dat werkelijk tot financiering zal overgaan. Een van de typerende kenmerken van crowdfunding is dat zij een beroep doet op een zo groot mogelijk publiek, die vervolgens elk relatief kleine bijdragen leveren. Het aantal investeerders zal dus heel groot zijn. Het aantal investeerders bij business angel financiering daarentegen is eerder beperkt tot een persoon of een select groepje investeerders.

Ten slotte kan ook een belangrijk verschil worden opgemerkt in de wijze van contracteren. Bij crowdfunding wordt, vanwege het grote aantal investeerders, vaak gewerkt met gestandaardiseerde financiële contracten die weinig of geen ruimte toelaten tot individuele onderhandeling. Het betreft louter toetredingsovereenkomsten. Bij business angels prevaleert echter de vrije onderhandeling als wijze van contracteren.⁵²

50. – COMPETITIVE OR COMPLEMENTARY FINANCING? - Nu stelt zich de vraag of beide vormen naast elkaar kunnen bestaan, dan wel of zij concurrerende vormen van bedrijfsfinanciering zullen worden. Kan crowdfunding de rol van business angels overnemen en het volk omvormen tot mini business angels?

Volgens SCHWIENBACHER en HORNUF zou dat te ver gaan.⁵³ Zij stellen dat er eerder sprake zal zijn van een complementaire werking tussen beide vormen. Hierbij zou crowdfunding de eerste stap kunnen zijn in het verdere verloop van de financiering. Zij kunnen echter nog geen definitief besluit voorleggen wegens het gebrek aan empirische gegevens.

51. Naar mijn mening is het inderdaad zo dat crowdfunding de eerste financieringsronde kan opvangen en dat er nadien meer ruimte vrijkomt voor alternatieve vormen van financiering zoals o.m. business angels. Veel zal afhangen van de voorkeur van de onderneming voor het type financiering.

⁴⁹ HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?", October 8, 2014, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2401515>, p. 3.

⁵⁰ Zie *infra* n° 176.

⁵¹ Zie *infra* n° 77 e.v.

⁵² HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?", October 8, 2014, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2401515>, p. 8.

⁵³ HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?", October 8, 2014, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2401515>, p.18-20.

b. Debt Financing

52. Naast equity financing, bestaat er ook *debt* financing. Hierbij verwerft een onderneming financiering door het aangaan van een schuld die later terugbetaald moet worden. Het gaat hier met andere woorden om financiering die, boekhoudkundig gezien, het vreemd vermogen doet toenemen en dit in tegenstelling tot equity financiering die het eigen vermogen doet toenemen. De belangrijkste vorm is ongetwijfeld de klassieke kredietverlening door de financiële instellingen, in het bijzonder door de kredietinstellingen. Voor grotere ondernemingen is de obligatiemarkt een andere optie.

I. Kredietverlening

53. – WAT IS KREDIETVERLENING? - Kredietverlening is een traditionele vorm van bedrijfsfinanciering door middel van het aangaan van een schuld. Er moet een onderscheid gemaakt worden tussen een lening op interest en een kredietopening. Bij een lening op interest wordt een bepaald vast bedrag ontleend, dat na de duurtijd van de lening moet terugbetaald worden, vermeerderd met een al dan niet periodiek te betalen interest. In het geval van een kredietopening wordt een bepaald plafond bepaald. De onderneming kan krediet opnemen wanneer zij wil, met als maximum het contractueel bepaald plafond. Hierbij zal de onderneming slechts interest moeten betalen ten belope van het effectief ontleende bedrag.

54. Meestal zal men als onderpand voor de lening een hypothecaire zekerheid op een onroerend goed bedingen. Ingeval de onderneming het ontleende bedrag niet kan terugbetalen, verwerft de bank aanvankelijk het onroerend goed. Dit gaan ze echter verkopen om met de opbrengst haar schuldvordering te voldoen. Het concrete zakelijk recht dat gevestigd wordt op een onroerend goed betreft een hypotheek. In dit geval spreken we van een hypothecair krediet. Een zakelijk vorderingsrecht op het onroerend goed wordt bedongen als onderpand voor het nakomen van de betalingsverplichting.

55. - IMPACT VAN DE FINANCIËLE CRISIS OP KREDIETVERLENING - Een van de klassieke functies van een kredietinstelling is dat zij enerzijds deposito's verwerft en anderzijds kredieten verstrekt. Haar winsten haalt zij uit het verschil tussen enerzijds de rente die zij moet betalen op deposito's en anderzijds de rente die zij verkrijgt uit de terugbetaling van kredieten. Dit noemt men de 'intermediatiemarge'.

Bij het verlenen van kredieten moet de bank inschatten hoe groot het risico is dat de lening niet terugbetaald zal worden (dit is het zogenaamde 'credit risk'). Bij start-ups is dat risico hoog. Bovendien beschikken startende onderneming vaak over weinig activa die kunnen dienen als onderpand voor een lening. Dit zorgt er op zich voor dat beginnende ondernemingen moeilijk kredieten kunnen verwerven van banken. Zij moeten vaak aan strenge vereisten voldoen om een krediet te verwerven en worden vaak geconfronteerd met hoge rentevoeten.

56. Sinds de kredietcrisis van 2007 e.v. zijn banken minder bereid kredietrisico's te nemen. Dit is enerzijds te verklaren door het feit dat een van de oorzaken van de crisis kan worden herleid tot het verlenen van te risicovolle kredieten door de banken. Anderzijds is dit ook te wijten aan de regulering die volgde op de financiële crisis. Onder worden specifieke ratio's en kapitaalvereisten opgelegd om de verschillende risico's in te perken.⁵⁴ Hoe groter het risico men neemt, hoe sterker de buffer moet zijn. Ten gevolge van deze regelgeving werd men verplicht het risico grondiger te beoordelen. Dit kon bereikt worden door gebruik te maken van eigen modellen of vooropgestelde methodes. De crisis heeft echter uitgewezen dat ook Basel II geen soelaas bood. Momenteel is er een verstrenging van de regulering inzake banken op komst.⁵⁵ Men kan dus verwachten dat men

⁵⁴ Verplichtingen die voortvloeien uit Basel II.

⁵⁵ Basel III: regulatory framework on bank capital adequacy, stress testing and market liquidity risk.

nog strengere verplichtingen zal opleggen aan de financiële instellingen, hetgeen zich zal vertalen in strengere voorwaarden voor kredietverlening. Dit is echter eenvoudig geschetst. De werkelijkheid is veel complexer. Een volledige bespreking hiervan valt echter buiten het bestek van deze masterproef.

57. – ONDERSCHIED MET CROWDFUNDING - Crowdfunding biedt als concept heel wat voordelen in vergelijking met klassieke kredietverlening:

Ten eerste biedt crowdfunding de mogelijkheid om soepeler financiering te bekommen. Zo is de onderneming niet gebonden door strenge contractuele voorwaarden. Het crowdfundingplatform is bovendien niet gebonden door het diverse en complexe juridische instrumentarium dat voor banken geldt. Dit heeft ook als voordeel dat voor bepaalde specifieke operaties, ondernemingen financiën kunnen verwerven zonder gebonden te zijn door strikte regulering.

Ten tweede sluit het lending model van crowdfunding dicht aan bij kredietverlening. Bij het lending model wordt er echter geen zakelijk recht als onderpand toegekend aan de persoon die het geldbedrag ter beschikking stelt. Deze beschikt enkel over een contractueel recht.

58. Dit creëert uiteraard ook een belangrijk nadeel. Bij insolventie of niet-nakoming van de verbintenis vanwege de onderneming, komt men in samenloop met andere schuldeisers. Gezien de omvang van het doelpubliek, is de kans op het volledig terugkrijgen van de eigen inleg bijzonder klein. De bank als kredietgever is relatief veilig, aangezien zij beschikt over een hypothecaire zekerheid. De kredietgevers bij crowdfunding beschikken niet over zo'n zekerheid.

2. WAT ZIJN DE NADELEN VAN CROWDFUNDING?

59. Gezien de diversiteit en omvang van het concept crowdfunding zal enkel ingegaan worden op de voornaamste transacties die potentieel problematisch zijn. Zo zal er bij het donatie model minder nood zijn aan bescherming dan bij equity crowdfunding of pre-ordering. Hierna volgt een bespreking van de voornaamste nadelen van crowdfunding. Indien nodig wordt er een onderscheid gemaakt naargelang de specifieke transactie en het probleem dat zich stelt.

2.1 Informatie asymmetrie, moral hazard en adverse selection

I. Informatie asymmetrie

60. Informatie asymmetrie wordt gekenmerkt door het feit, dat de ene partij steeds meer informatie heeft over het voorwerp van de transactie dan de andere partij. Bijgevolg ontstaat er een ongelijkheid aan informatie die opportunistisch gedrag kan veroorzaken.⁵⁶ In sommige sectoren is hier reeds ingegrepen. Zo bestaan uitvoerige informatieverplichtingen bij de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten, om de informatie asymmetrie tussen belegger en onderneming te beperken. Ook bij overeenkomsten die betrekking hebben op financiële diensten en die op afstand met consumenten gesloten worden moet er rekening gehouden worden met wettelijke informatieverplichtingen. Deze worden opgelegd vanuit de optiek dat een goed geïnformeerde consument een vergelijking kan maken tussen de aanbiedingen van verschillende ondernemingen en vervolgens een geïnformeerd besluit kan nemen.⁵⁷ Anderzijds is er in het consumentenrecht een herroepingsrecht, evenals een informatieplicht, bij overeenkomsten op

⁵⁶ SCHWIENBACHER, A.; LARRALDE, B., "Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures", September 28, 2010, *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1699183>, p. 8.

⁵⁷ STEENNOT, R., "De bescherming van de consument van financiële diensten", *D.C.C.R.*, 2013, juli-december, p. 169-170.

afstand die betrekking hebben op goederen en diensten, andere dan financiële diensten, en die gesloten worden met een consument. De ratio van dit herroepingsrecht bestaat erin de consument te beschermen omdat hij de goederen niet op voorhand kon inspecteren.⁵⁸ Hij kan pas kennis nemen van de kenmerken van het goed op het ogenblik dat ze geleverd worden. Bijgevolg ontstaat er een informatie asymmetrie waar het herroepingsrecht een middel tegen biedt.

61. Bij crowdfunding kan er sprake zijn van een informatie asymmetrie. De projectaanbieder beschikt immers over meer informatie dan de consument/investeerder. Indien er niet voorzien wordt in een verplichte bekendmaking van informatie die wordt opgelegd door een wetgevende autoriteit, is er kans op informatie asymmetrie.

62. – EQUITY CROWDFUNDING - Bij equity crowdfunding is er geen verplichting tot het opstellen van een prospectus bij het openbaar aanbieden van beleggingsinstrumenten. Dit is het gevolg van de *safe harbours* voorzien in de Belgische prospectuswetgeving.⁵⁹ Crowdfundingstransacties worden uitgesloten van de verplichting tot het opstellen van een prospectus, indien zij binnen bepaalde grenzen blijven die door de wet opgelegd worden. Hier wordt later verder op ingegaan. Dit zorgt er echter voor dat er nog steeds informatie asymmetrieën optreden, die potentieel schadelijke gevolgen kunnen hebben. Zo kan er aanleiding zijn tot marktmisbruik. Zo kan melding gemaakt worden van markt- of koersmanipulatie, misbruik van voorkennis en insider trading. Marktmisbruik is de generieke term voor onrechtmatige handelingen die de normale marktwerking verstoren. Bij koersmanipulatie is er sprake van een misbruik van informatie. Hierbij gaan bepaald personen geruchten verspreiden of handelingen stellen die misleidende signalen de markt in sturen. Dit zorgt er voor dat de koers van een bepaald aandeel stijgt of daalt, zodat deze in het voordeel speelt van diegene die de informatie verspreidt of die handeling stelt. Men poogt dus de koers in zijn voordeel te manipuleren. Normale beleggers weten niet of die informatie al dan niet strookt met de realiteit en gaan vaak irrationeel daarop reageren. Daarom is het van belang dat er voorzien wordt in periodieke en occasionele bekendmakingsverplichtingen. Deze zorgen er voor dat de informatie in de markt zit, de beleggers een rationele beslissing kunnen nemen en er bijgevolg in theorie een correcte marktprijs zal worden bereikt. Bij misbruik van voorkennis beschikt de ene belegger over meer informatie dan de andere. Dit is een vorm van informatie asymmetrie. Een manager weet dat er minder winst gemaakt is dan verwacht. Hij weet dit, maar de gewone belegger moet wachten tot de bekendmaking van zulke informatie. Bijgevolg ontstaat er een informatie asymmetrie.

63. – EFFICIENT CAPITAL MARKET HYPOTHESIS - De 'efficient capital market hypothesis' gaat er van uit dat, indien alle relevante informatie beschikbaar is, de markten deze informatie automatisch incorporeren en reflecteren in de prijs. Een rationeel handelend belegger kan bijgevolg beleggingen doen en de markt zal efficiënt werken. Het is dus van belang dat alle informatie asymmetrieën opgeheven worden. Deze theorie blijft echter nog steeds controversieel. Velen argumenteren dat investeerders vaak irrationeel gedrag vertonen bij beleggingsbeslissingen. Deze irrationaliteit zorgt er dan voor dat de prijzen niet overeenstemmen met de informatie die publiek beschikbaar is.⁶⁰

64. - REWARD-BASED CROWDFUNDING EN HET PRE-ORDER MODEL- Bij het pre-order model kan er ook sprake zijn van informatie asymmetrieën. Deze informatie asymmetrie kan leiden tot een moral hazard probleem.⁶¹

⁵⁸ TERRY, E., "Bedenktijden in het consumentenrecht", Antwerpen, Intersentia, 2008, p. 562 (juiste pagina opzoeken).

⁵⁹ Zie *infra* n° 132 e.v.

⁶⁰ CHOI, STEPHEN J.; PRITCHARD, A.C., "Securities regulation: cases and analysis", third edition, Foundation Press, 2012, p. 34-36.

⁶¹ Zie *infra* n° 67

65. Het is reeds eerder vermeld dat bepaalde consumenten of investeerders deze informatie asymmetrie kunnen opheffen door bepaalde kennis van de markt, ervaring en knowhow (venture capitalists, business angels, kredietinstellingen, experts).⁶² Er moet echter van uitgegaan worden dat niet iedere investeerder/consument die beroep doet op crowdfunding over diezelfde vermogens beschikt om die asymmetrie op te heffen. Gezien het brede doelpubliek is dit zeker geen onrealistische gedachte.

II. *Moral hazard*

66. 'Moral hazard' is een concept dat voor het eerst werd ontwikkeld in het verzekeringswezen. Het concept gaat er van uit dat eens een verzekeringnemer volledige dekking geniet, er een kans bestaat dat hij zijn gedrag zal veranderen en plots meer risico's zal nemen die de kans op schade vergroten. Dit is het gevolg van de informatie asymmetrie die bestaat tussen de verzekeraar en de verzekeringnemer. De verzekeraar kan, op basis van de precontractuele gegevens verstrekt door de verzekeringnemer, niet inschatten in welke mate de verzekeringnemer zijn gedrag zal veranderen. De verzekeraar loopt dus een gevaar dat de verzekeringnemer zijn gedrag zal veranderen.

67. – MORAL HAZARD BIJ CROWDFUNDING - Wanneer een partij geen risico draagt voor de gevolgen van haar gedrag ontstaat er een moral hazard probleem. Dit kan zich voordoen bij pre-order crowdfunding. Stel: een ondernemer biedt een bepaald product aan dat nog geproduceerd moet worden. De ondernemer wil eerst voldoende financiering ophalen voordat hij het productieproces in gang zet. Na een periode verwerft hij de nodige hoeveelheid middelen om zijn productieproces te starten. Dit creëert echter een kans op moral hazard. De ondernemer heeft enerzijds alle vereiste middelen voor de productie zodat hij geen risico meer loopt om een tekort aan middelen te hebben. Anderzijds is de kwaliteit van het product en de besteding van de middelen volledig afhankelijk van de wil van de ondernemer. Dit kan uitermate problematische situaties doen ontstaan. Er bestaat met name eveneens een kans dat de ondernemer zijn gedrag aanpast na de financieringsronde en verdwijnt met de noorderzon. Dit moet wat genuanceerd worden. Ondernemingen die financiering willen verwerven om werkelijk uit te groeien zullen er echter baat bij hebben dat het product dat zij afleveren van goede kwaliteit is. Indien zij een product van slechte kwaliteit zouden leveren, zouden zij in een volgende financieringsronde minder ophalen. Maar er bestaat echter altijd de mogelijkheid dat bepaalde personen of ondernemingen minder goede bedoelingen hebben.

68. Zonder de juiste juridische mechanismen zal er steeds een mogelijkheid tot opportunistisch gedrag vanwege de projectaanbieder bestaan, hetgeen bijdraagt tot de fraudegevoeligheid van het concept 'crowdfunding'. Enkele van deze oplossingen kunnen zijn: de betaling van een voorschot in de plaats van het volledige bedrag, een garantietermijn opleggen voor de geproduceerde goederen, enz. . Wanneer later gesproken zal worden over het juridische kader, zullen veel van deze mechanismen reeds gehaald kunnen worden uit het vigerende consumentenrecht.⁶³

III. *Adverse selection*

69. Een van de gevolgen van een heersende informatie asymmetrie is het fenomeen van '*adverse selection*'.⁶⁴ Adverse selection werd voor het eerst geïntroduceerd door G. AKERLOF in zijn studie van de markt voor de verkoop van tweedehandsauto's.⁶⁵ Hij stelde vast dat de koper, omwille van

⁶² Zie *supra* n° 26 – 58.

⁶³ Zie *infra* n° 187 e.v.

⁶⁴ KLEIN, TOBIAS J.; LAMBERTZ, C.; STAHL, KONRAD O., "Market Transparency, Adverse Selection, and Moral Hazard", December 31, 2013, *CESifo Working Paper Series No. 4552*, <http://ssrn.com/abstract=2382441>, p. 2-5.

⁶⁵ GEORGE A. AKERLOF, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3., August, 1970, <http://links.jstor.org>, p. 488-500.

de heersende informatie asymmetrie, zich geen beeld kon vormen van de kwaliteit van de bewuste auto. Pas na de aankoop zou duidelijk zijn of het een goede of slechte auto betrof. In de markt worden echter zowel auto's van slechte kwaliteit evenals auto's van goede kwaliteit aan dezelfde prijs aangeboden. Dit zorgt er voor dat de verkopers, die auto's van een slechte kwaliteit aanbieden, in principe winst maken omdat zij hun auto verkopen voor een prijs die hoger ligt dan de werkelijke waarde. Daarentegen zullen verkopers, die auto's van goede kwaliteit aanbieden, met enig geluk hun auto's verkopen voor een prijs die gelijk is aan de werkelijke waarde. Hierdoor zullen verkopers, die een goede kwaliteit aanbieden, geneigd zijn de markt te verlaten waardoor enkel verkopers overblijven die een mindere kwaliteit aanbieden. Dit proces blijft zich verderzetten, waardoor telkens de aanbieders van auto's met een betere kwaliteit uit de markt verdreven worden, zodanig dat enkel de slechte auto's in de markt blijven.⁶⁶

70. - ADVERSE SELECTION BIJ CROWDFUNDING - Dit probleem van adverse selection kan zich eveneens manifesteren bij crowdfundingstransacties. Aangezien de consumenten niet op voorhand weten welk product van goede of slechte kwaliteit is, ontstaat er een kans dat het fenomeen zich voordoet.

71. - PRE- ORDER MODEL/ REWARD BASED CROWDFUNDING - Bij dit model van crowdfunding ontstaat er een reële kans op adverse selection. Zoals supra reeds vermeld, is er bij dit model een informatie asymmetrie mogelijk. De consument moet immers op voorhand een bijdrage leveren, vooraleer hij enig zicht heeft op de uiteindelijke eindkwaliteit van het product. Dit zorgt er voor dat ondernemingen eenzijdig de kwaliteit van een product kunnen bepalen. De meeste ondernemingen met goede bedoelingen, zullen er echter baat bij hebben om een degelijk product af te leveren, rekening houdend met de verwachtingen van de consument. Indien zij dit niet doen, zullen zij bij een verdere ontwikkeling van hun activiteiten minder opbrengsten behalen. Er is echter ook steeds een mogelijkheid voor dubieuze ondernemingen om fraude te plegen. Ondernemingen halen namelijk hogere opbrengsten met het produceren van lage kwaliteitsproducten, aangezien zij hiervoor lagere productiekosten moeten dragen.⁶⁷ De situatie waarin de 'onderneming' met het geld verdwijnt is eveneens denkbaar en moet te allen tijde vermeden trachten te worden. Een van de mogelijke oplossingen hiervoor is reeds voorzien in het Europees consumentenrecht. Bij het sluiten van overeenkomsten op afstand wordt voorzien in een informatieplicht enerzijds en een herroepingsrecht anderzijds. Maar nu rest de vraag of Europese consumenten, die op crowdfundingplatformen in de Verenigde Staten actief zijn, eenzelfde bescherming genieten. Bij het ontbreken van een specifieke Europese regulering is men genoodzaakt terug te vallen op reeds bestaande regulering. Deze regulering zal echter, gezien het omvangrijke concept 'crowdfunding', niet op alle modellen van toepassing zijn in de Europese unie.

72. - ANDERE MODELLEN VAN CROWDFUNDING - Voor andere modellen van crowdfunding kan 'adverse selection' problematisch zijn. Door beperkte informatieverplichtingen in hoofde van de projectaanbieders, kunnen malafide personen praktijken ontplooien die juridisch niet door de beugel kunnen. Zo kan men in het social model een bepaald sociaal project voorstellen met misleidende informatie, om nadien misbruik te maken van de goede intenties van de investeerders en te verdwijnen met het geld. Hierdoor worden goede sociale projecten, die betrouwbare informatie opnemen in de aanbieding, uit de markt gedreven. Het risico is wel degelijk reëel. Zo stelt CroFun, een van de actieve crowdfundingplatformen in België, dat zij enerzijds nooit als partij optreedt in de overeenkomst die gesloten wordt tussen de

⁶⁶ GEORGE A. AKERLOF, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3., August, 1970, <http://links.jstor.org>, p. 488-500.

⁶⁷ WINAND, E., "Warranties, moral hazard, and the lemons problem", *Journal of Economic Theory*, Volume 46, Issue 1, October, 1988, <http://www.sciencedirect.com>, p. 18.

projectaanbieder en de investeerder. Anderzijds stelt zij in haar algemene gebruiksvoorwaarden dat zij niet aansprakelijk kan worden gesteld voor verkeerde of onjuiste informatie, zoals die verstrekt wordt door projectaanbieders.⁶⁸ Dit houdt dus in dat consumenten of investeerders niet blindelings kunnen vertrouwen op de informatie die verstrekt wordt door projectaanbieders. Dit heeft op zijn beurt tot gevolg dat moral hazard en adverse selection problemen ontstaan die mogelijks de achterpoort voor fraudeurs openzet.

73. – CONSUMER FEEDBACK ALS MOGELIJKE OPLOSSING ? - Een mogelijke oplossing om gedeeltelijk tegemoet te komen aan problemen van moral hazard en adverse selection, is het uitwerken van een systeem van consumentenfeedback. Deze oplossing werd voor het eerst door Ebay gehanteerd. Consumenten kunnen, na het afwickelen van de transactie, feedback geven over de prestaties van de betrokken verkoper. Zo kan men de informatie asymmetrie aanzienlijk verkleinen. Men vergaart steeds meer informatie over de werkwijze en de prestaties van de verkoper. Die heeft er op zijn beurt baat bij om zijn prestaties, te verbeteren naargelang de feedback. Dit blijkt ook effectief een disciplinair effect te hebben ten opzichte van de aanbieders.⁶⁹ Men kan dus ook, met beperkte uitgaven, de gevolgen van adverse selection en informatie asymmetrie inperken zonder al te veel over te gaan tot zware regulering. Dit systeem zal enkel maar werken indien de onderneming meer dan één keer wenst beroep te doen op crowdfunding. Naarmate er meer feedback verzameld wordt bij verschillende transacties, wordt het resultaat meer betrouwbaar.

2.2 Fraudegevoeligheid

74. Zoals reeds eerder vermeld, creëert deze nieuwe mogelijkheid tot online financiering ook de mogelijkheid voor fraudeurs om misbruik te maken van de situatie. Zo kan een persoon onder een valse naam een fictief bedrijf oprichten, geld ophalen en verdwijnen met het geld. Bovendien bestaat ook in het *social model* voldoende mogelijkheid om mensen op te lichten. Wie gaat er namelijk controleren of zo een goed doel werkelijk bestaat? Wie weet werkelijk waar zijn geld naar toe gaat? Vaak gaat men in het voormelde model eveneens weinig in rechte optreden, daar het gestorte bedrag voortkomt uit een motief van liefdadigheid en het bovendien vaak om kleine bedragen gaan. Daarom is het van belang fraude bij crowdfundingstransacties tegen te gaan. Mogelijke oplossingen hiervoor zijn het voorzien in een informatieplicht voor de onderneming en het crowdfundingplatform, gekoppeld aan civielrechtelijke en strafrechtelijke sancties. Andere oplossingen kunnen het risico al sterk beperken. Men kan hierbij denken aan escrow accounts die worden aangehouden door een financiële instelling of het crowdfundingplatform zelf. De consument stort dan een bedrag op een geblokkeerde rekening. De onderneming produceert het goed en zendt dit naar die neutrale derde. Deze oordeelt of er voldaan is aan bepaalde kwaliteitsvereisten, rekening houdend met de verwachtingen van de consument en de voorstelling van het goed op het crowdfundingplatform. Wanneer deze oordeelt dat het goed voldoet aan de voormelde vereisten, kan de transactie worden afgewikkeld. De onderneming verwerft haar geld en de consument verwerft de goederen. Het nadeel hiervan is dat crowdfunding vaak gehanteerd wordt om de kosten van de productie deels of volledig te dekken. Wanneer die gelden dan op een geblokkeerde rekening gestort worden, kan de onderneming daar niet over beschikken en kan zij hoogstwaarschijnlijk die goederen niet produceren. Bij de techniek van escrow is er nog een bijkomend voordeel. Indien men een escrow account aanhoudt bij een financiële instelling, zal deze instelling de betrokken onderneming controleren. Zo zullen dubieuze ondernemingen vaak in deze fase uit het systeem gefilterd worden. Er wordt bovendien ook vaak vastgesteld dat projectaanbieders de schaal en de vraag van een succesvol project

⁶⁸ Art. 1.2 *juncto* 1.3 van de Algemene Gebruiksvoorwaarden van Crofun.be, zoals geraadpleegd op 19/04/2015.

⁶⁹ KLEIN, TOBIAS J.; LAMBERTZ, C.; STAHL, KONRAD O., "Market Transparency, Adverse Selection, and Moral Hazard", December 31, 2013, *CESifo Working Paper Series No. 4552*, <http://ssrn.com/abstract=2382441>, p. 35.

onderschatten. Zo worden zij vaak overspoeld door de grootte van de vraag en de grootte van de extra kosten die dit met zich meebrengt. Dit leidt dan ook vaak tot vertragingen in de levering van goederen, net omwille van het feit dat projectaanbieders op dergelijke hindernissen stuiten. Een mogelijke oplossing hiervoor is enkel de gelden die de productiekost dekken overmaken aan de onderneming, maar dan is er nog steeds het risico dat de gelden deels verloren gaan. Welke vorm van fraudebestrijding gehanteerd wordt, is meestal omschreven in de algemene voorwaarden van het crowdfundingplatform. Bij de bespreking van het juridisch kader van pre-ordering zal hier verder op worden ingegaan. Het is echter zeer belangrijk fraude te bestrijden. Doet men dit niet dan verhoogt het risico om aan crowdfunding te doen. De kans bestaat immers dat na verloop van tijd enkel dubieuze projecten zich zullen aanbieden (dit scheidt een *lemons market*).

2.3 Uitoefening van aandeelhoudersrechten bij equity crowdfunding

75. Een bijzonder probleem van crowdfunding situeert zich in het model van *equity crowdfunding*. Wanneer er aandelen via crowdfunding verworven worden, bestaat de mogelijkheid dat het gaat om aandelen van een bedrijf dat zich aan de andere kant van de wereld bevindt. Indien men zijn stem wil uitbrengen op de algemene vergadering zal dit mogelijk problematisch zijn, aangezien de algemene vergadering plaatsvindt op een verre bestemming. De vraag is nu hoe men hieraan tegemoet kan komen zonder in zware regulering te voorzien. Meestal gaat men niet werken met aandelen zelf maar met certificaten van aandelen. Dit houdt in dat een centrale instelling (in Europa hoogstwaarschijnlijk EUROCLEAR) aandelen zal aanhouden van bedrijven buiten Europa. Beleggers kunnen dan intekenen op certificaten van die aandelen. Zij kunnen dan bij een algemene vergadering hun stem laten uitbrengen via die centrale instelling. Dit systeem noemt men 'voting by proxy'. Een ander probleem dat zich voordoet is de diversiteit in de regelgeving van de verschillende landen, voornamelijk met betrekking tot vennootschapswetgeving. Wanneer een beleggers bijvoorbeeld aandelen verwerft van een buitenlandse vennootschap, is hij vaak niet onderlegd genoeg om de betrokken wetgeving te begrijpen en te hanteren. Daarom wordt vaak voorzien in beschermende wetgeving om beleggers te informeren met betrekking tot het risico verbonden aan het verwerven van aandelen of effecten in een vennootschap. Hier wordt verder op ingegaan in de analyse van het juridisch kader van equity crowdfunding.⁷⁰

⁷⁰ Zie *infra* n° 77 e.v.

HOOFDSTUK III : JURIDISCH KADER CROWDFUNDING

76. Vooraleer er wordt overgegaan tot een analyse van het juridische kader, dient er vermeld te worden dat de analyse beperkt wordt tot de twee grootste vormen van crowdfunding. Dit is enerzijds te wijten aan het feit dat bepaalde vormen van crowdfunding grotendeels ongereguleerd blijven. Anderzijds is het relevanter in het kader van dit werkstuk in te gaan op die vormen van crowdfunding, waar de wetgever aandacht aan heeft besteed teneinde de bescherming van de belegger/consument te behouden. De twee modellen die voornamelijk besproken zullen worden zijn equity crowdfunding en het pre-order model. Allereerst wordt een overzicht gegeven van de vigerende wetgeving die van toepassing is op elke vorm van equity crowdfunding, om vervolgens een overzicht te geven van de wetgeving die van toepassing is op het pre-order model.

DEEL I : JURIDISCH KADER EQUITY CROWDFUNDING

A. Verenigde Staten

77. In dit onderdeel worden de wettelijke verplichtingen besproken van de actoren betrokken bij equity crowdfunding. De verplichtingen die op de ondernemingen rusten komen eerst aan bod. Daarna wordt er verder ingegaan op de wettelijke verplichtingen waaraan crowdfundingplatformen moeten voldoen.

1. VERPLICHTINGEN DIE RUSTEN OP EMITTENTEN

78. In dit onderdeel worden de wettelijke verplichtingen van emittenten besproken wanneer zij wensen over te gaan tot equity crowdfunding. Hierbij wordt er eerst een overzicht gegeven van het toepassingsgebied van de verschillende reguleringen. Bij elke regulering wordt er geanalyseerd aan welke verplichtingen voldaan moet zijn opdat een onderneming conform de regelgeving aan equity crowdfunding kan doen.

1.1 Securities Act of 1933

79. - PRIMAIRE MARKTTRANSACTIES - De Securities Act is enkel van toepassing op primaire markttransacties. Een onderneming die voor de eerste keer aan het beleggerspubliek securities aanbiedt of verkoopt, zal bijgevolg aan de verplichtingen van deze wet moeten voldoen. Hierna volgt eerst een bespreking van het toepassingsgebied. Daarna worden de verplichtingen van ondernemingen geanalyseerd.

a. Toepassingsgebied

80. Telkens er door een onderneming aan een potentiële belegger enige vorm van *securities* worden aangeboden of verkocht, is de securities act van toepassing.⁷¹ Dit houdt dus in dat wanneer er via crowdfunding wordt overgegaan tot het aanbieden van securities, de Securities Act in principe van toepassing zal zijn. Het criterium hierbij is dat er voor de belegger de expliciete of impliciete mogelijkheid moet zijn om een potentiële opbrengst of financiële return te verkrijgen. Dit laat eveneens toe het onderscheid te maken met andere vormen van crowdfunding zoals het donatiemodel, waar geen opbrengst gegenereerd wordt voor de belegger.⁷² Bij

⁷¹ Sec. 2(a)(3) Securities Act 1933.

⁷² BRADFORD, STEVEN C., "Crowdfunding and the federal securities laws", March 9th, 2012, *Columbia Business Law Review*, vol. 2012., no.1, <http://ssrn.com/abstract=1916184>, p. 31.

afwezigheid van zo'n mogelijkheid komt de Securities Act niet tussen.⁷³ Om te weten wanneer die wet nu toepassing zal vinden is het belangrijk te begrijpen wat er allemaal onder het begrip 'securities' begrepen wordt.

81. – **WAT IS EEN SECURITY?** - Om zo veel mogelijk bescherming te bieden aan potentiële beleggers, wordt dit begrip heel ruim geformuleerd en geïnterpreteerd. In Sec. 2(a)(1) van de SECURITIES ACT wordt een opsomming gegeven van alle mogelijke vormen die vallen onder het begrip 'security'.⁷⁴

Deze opsomming is als volgt: *"The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, ..."*

Deze opsomming omvat onder meer de klassieke vormen van bedrijfsfinanciering zoals aandelen, schuldinstrumenten en obligaties. Dit houdt in dat elke aanbieding of verkoop van die klassieke securities onderworpen is aan de Act. Bovendien omvat de opsomming ook de term 'investment contract'.

82. - **INVESTMENT CONTRACT** - De term 'investment contract' werd ingevuld door de rechtspraak van het U.S. Supreme Court.⁷⁵ Om te beoordelen of een bepaald contract een investment contract is gaat men de common law test van *SEC v. W.J. Howey co.* toepassen.⁷⁶ Volgens deze rechtspraak is een bepaalde financiële constructie een investment contract wanneer zij aan een bepaalde definitie beantwoordt. Het U.S. Supreme Court oordeelde dat: *"an investment contract for the purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of a promoter or a third party. . . ."*

Wanneer er een contract is, waarbij een persoon een investering doet in een onderneming en daarbij verwacht dat hij winst zal maken louter door de inspanningen van een promotor of een derde, wordt dat contract gezien als een investment contract.

83. – **EQUITY CROWDFUNDING** - Wanneer een contract aan deze definitie beantwoordt, wordt het aanzien als een security. Dit houdt in dat equity crowdfunding, die de vorm aanneemt van profit-sharing (winst) of revenue sharing (inkomsten), mogelijks aanzien zal worden als een investment contract en bijgevolg onder Sec. 2(a)(1) van de Securities Act zal vallen.⁷⁷

84. De herkwalificatie van bijdragen als een lening, zal er eveneens niet toe leiden dat zij uitgesloten worden uit het toepassingsgebied. Zowel schuldinstrumenten ('notes') als bewijzen van 'indebtedness' vallen onder het begrip van security.⁷⁸ Gezien de ruime omvang van het begrip kunnen we concluderen dat transacties die het equity model hanteren onder het toepassingsgebied van de Securities Act zullen vallen, mits er geen speciaal voorziene uitzondering voorzien wordt.

⁷³ HAZEN, THOMAS L., "Crowdfunding or fraudfunding? social networks and the securities laws-why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *North Carolina Law Review*, Volume 90, 2011-2012, <http://heinonline.org>, p. 1739-1740.

⁷⁴ Sec. 2(a)(1) Securities Act 1933.

⁷⁵ HEMINWAY, JOAN M.; HOFFMAN, SHELDEN R., "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", January 16, 2012, *Tennessee Law Review*, Vol. 78 (2011), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154*, <http://ssrn.com/abstract=1875584>, p. 886 -891.

⁷⁶ *S.E.C. v. W.J. Howey co.*, 328 U.S., 293, 298-99 (1946).

⁷⁷ HEMINWAY, JOAN M.; HOFFMAN, SHELDEN R., "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", January 16, 2012, *Tennessee Law Review*, Vol. 78 (2011), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154*, <http://ssrn.com/abstract=1875584>, p. 891.

⁷⁸ 15 U.S.C. §77b (a)(1); *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S., 56, 65 (1990).

b. Verplichtingen van emittenten onder de Securities Act 1933

85. Een onderneming die onder het toepassingsgebied van de Securities Act valt, zal aan enkele verplichtingen moeten voldoen. De doelstelling van deze informatieplichten is de belegger zoveel mogelijk te informeren vanuit de optiek dat een goed geïnformeerde belegger de nodige bescherming geniet. Men tracht niet het risico weg te nemen. Dit risico is namelijk inherent aan beleggingen. Deze bescherming ontleent hij aan het feit dat hij een goed geïnformeerde beslissing kan nemen.⁷⁹ Een onderneming moet voldoen aan drie verplichtingen.⁸⁰ Deze verplichtingen zijn als volgt:

I. Verplichting tot registratie bij de Securities and Exchange Commission (hierna: 'SEC')

86. Een onderneming die onder het toepassingsgebied van de Securities Act 1933 valt, moet verplicht voorzien in de openbaarmaking van specifieke informatie. Dit gebeurt door middel van twee documenten: een registratie die wordt ingediend bij de SEC ('*registration statement*') enerzijds en een document dat verspreid wordt onder de beleggers ('*prospectus*') anderzijds. De registratie bij de SEC omvat essentiële informatie betreffende de onderneming en haar financiële situatie, evenals kerninformatie over de concreet aangeboden security.

87. Section 5 van de Securities Act verbiedt een onderneming, die niet geregistreerd is, securities aan te bieden of te verkopen tenzij een specifieke bepaling dit haar toelaat zonder een voorafgaande registratie.⁸¹ Bijgevolg zal de onderneming, die door middel van crowdfunding securities aanbiedt of verkoopt zich moeten registreren bij de SEC.⁸²

Beleggers of investeerders die securities aankopen, die in strijd met Section 5 van de SECURITIES ACT op de markt gebracht werden, hebben een eigen vorderingsrecht op basis van Section 12 (a)(1) van diezelfde Act. Zij kunnen ofwel de nietigheid van de transactie ofwel schadevergoeding vorderen. Dit laatste geldt enkel in de situatie waarbij de securities reeds doorverkocht zijn.⁸³

88. De JOBS ACT voorziet in een uitzondering op deze registratieverplichting m.b.t. crowdfunding. Bij de bespreking van de JOBS- act zal hier verder op ingegaan worden.⁸⁴

II. Het opstellen van een prospectus die wordt verspreid onder de beleggers.

89. De Securities Act zelf voorziet in specifieke regels voor een openbaar aanbod (primaire markt), te weten het opstellen en verspreiden van een prospectus. Deze regulering is er enerzijds op gericht er voor te zorgen dat de prospectus wijd verspreid wordt onder de beleggers. Anderzijds zorgt de regulering er voor dat de prospectus wordt bezorgd aan de beleggers vooraleer enig andere informatie ontvangen wordt.⁸⁵

⁷⁹ HEMINWAY, JOAN M., "Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the 'Crowd' ", June, 2014, *38 Vt. L. Rev.* 827 (2014), University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 242., <http://ssrn.com/abstract=2435757>, p.2.

⁸⁰ CHOI, STEPHEN J.; PRITCHARD, A.C., "Securities regulation: cases and analysis", third edition, Foundation Press, 2012, p. 38.

⁸¹ 15 U.S.C. §77e; Sec. 5 Securities Act 1933.

⁸² HEMINWAY, JOAN M.; HOFFMAN, SHELDEN R., "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", January 16, 2012, *Tennessee Law Review*, Vol. 78 (2011), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154*, <http://ssrn.com/abstract=1875584>, p. 907.

⁸³ Sec.5 j° Sec. 12(a)(1) Securities Act 1933.

⁸⁴ Zie *infra* n° 98 e.v.

⁸⁵ CHOI, STEPHEN J.; PRITCHARD, A.C., "Securities regulation: cases and analysis", third edition, Foundation Press, 2012, p. 38.

III. *Verhoogde aansprakelijkheid bij fraude en materiële vergissingen in de prospectus*

90. Ondernemingen die een security aanbieden of verkopen in de primaire markt, worden onderworpen aan een verhoogde aansprakelijkheid. Deze aansprakelijkheid richt zich op fraude enerzijds en op materiële vergissingen in het prospectus anderzijds.⁸⁶

1.2 Securities Exchange Act 1934

91. – ENKEL VOOR SECUNDAIRE MARKTTRANSACTIES - De securities exchange act is van toepassing op secundaire markttransacties. Een onderneming die reeds bestaande securities aanbiedt of verkoopt aan beleggers, moet zich bijgevolg registreren en bovendien voldoen aan enkele informatieplichten vervat in de Securities Exchange Act. Deze Act is ook van belang bij equity crowdfunding aangezien bepaalde elementen van de wet verweven zijn met de bepalingen van de Securities Act.

a. Toepassingsgebied

92. Om onder het toepassingsgebied van de Securities Exchange Act te vallen zijn er enkele vereisten (*'triggers'*).

I. Registratie onder de Securities Act 1933

93. Wanneer een onderneming zich registreert onder de Securities Act, moet deze aan de periodieke informatieverplichting opgelegd door de Securities Exchange Act 1934 voldoen.⁸⁷

II. Het verhandeld worden van de securities van een bedrijf op de secundaire markt.

94. Wanneer securities van een onderneming verhandeld worden op de secundaire markt, moet deze onderneming zich bijkomend laten registreren onder de Securities Exchange Act. Deze verplichting geldt ongeacht of er een publiek aanbod overeenkomstig de Securities Act heeft plaatsgevonden of niet.

III. Twee alternatieve triggers voor de registratie onder de Securities Exchange Act 1934

95. Er zijn echter ook twee andere triggers waardoor een onderneming onder het toepassingsgebied van de Securities Exchange Act kan vallen.

Ten eerste moet elk bedrijf wiens securities verhandeld via een *'national securities exchange'* (NASDAQ, NYSE), zich registreren onder de Securities Exchange Act van 1934.⁸⁸

Ten tweede moet een onderneming zich registreren vanaf het ogenblik dat zij meer dan 10 miljoen USD activa bezit en een minimum van 500 aandeelhouders heeft en dit ongeacht of haar securities worden verhandeld op de secundaire markt of niet.⁸⁹ Deze drempel wordt door de JOBS-act aangepast. Hier wordt verder op ingegaan bij de bespreking van de JOBS-act.⁹⁰

⁸⁶ Section 17(a) Securities Act 1933; Section 12(a)(2) Securities Act 1933

⁸⁷ HAZEN, THOMAS L., "Crowdfunding or fraudfunding? social networks and the securities laws-why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *North Carolina Law Review*, Volume 90, 2011-2012, <http://heinonline.org>, p. 1740.

⁸⁸ Sec.12 (a) Securities Exchange Act 1934; 15 U.S.C. § 78l(a).

⁸⁹ Sec.12 (g) Securities Exchange Act 1934; 15 U.S.C. § 78l(g).

⁹⁰ Zie *infra* n° 100 e.v.

b. Verplichtingen van emittenten onder de Securities Exchange Act 1934

I. Op periodieke wijze bekendmaken van bepaalde informatie

96. Een onderneming die een publiek aanbod heeft gedaan overeenkomstig de Securities Act, zal bij het verhandelen van die securities op de secundaire markt moeten voldoen aan de periodieke informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act.

II. Verplichting zich te registreren onder de Securities Exchange Act

97. Een onderneming die securities aanbiedt op de secundaire markt dient zich te registreren onder de Securities Exchange Act, ongeacht of er een publiek aanbod heeft plaatsgevonden overeenkomstig de Securities Act of niet. Deze verplichting geldt ook voor ondernemingen die de eerder vermelde drempel overschrijden⁹¹ of wiens securities verhandeld worden op een national securities exchange, ongeacht of haar securities worden verhandeld op een secundaire markt of niet.

1.3 Jumpstart Our Business Start-up Act 2012

a. Inleiding en doelstelling van de Jobs Act.

98. In 2012 heeft het U.S. Congress de JOBS Act aangenomen. In de nasleep van de financiële crisis van 2007-2008 wou men ingrijpen in een te langzaam herstellende economie. De JOBS act had als doelstelling de groei van ondernemingen aan te sporen, evenals de creatie van nieuwe jobs om zo de economie voldoende impulsen te geven. In plaats van effectief de creatie van jobs voorop te stellen, vestigde men vooral de aandacht op het versoepelen van de bestaande wetgeving van toepassing op securities, terwijl tegelijkertijd ook de bescherming voor investeerders zou behouden blijven. Dit wou men bereiken door vooral te voorzien in uitzonderingen of beperkingen op de bestaande registratieverplichtingen voor bepaalde ondernemingen, zowel grote als kleine ondernemingen.⁹² Een van de middelen die moeten bijdragen tot het bereiken van die doelstellingen is de mogelijkheid om in de startfase van een onderneming in de financieringsbehoeften te voorzien door middel van crowdfunding, zonder onderworpen te zijn aan kostelijke regulering en informatieverplichtingen.

b. Crowdfunding exemption

99. In Titel III van de JOBS act genaamd '*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012*' (Ook wel '*Crowdfund Act*' genoemd) komt het juridische kader van crowdfunding aan bod.⁹³ Voor emittenten die aan crowdfunding wensen te doen, werd er voorzien in een uitzondering op de verplichting te registreren bij de SEC en werden er additionele informatieplichten opgelegd.

100. – REGISTRATION EXEMPTION - Section 302(a) van de JOBS Act voorziet in aanpassingen van de Securities Act. In Section 4 van de Securities Act wordt er door de JOBS Act een nieuwe paragraaf ingevoegd.⁹⁴ Deze paragraaf voorziet in een uitzondering op de verplichting zich te registreren. Ondernemingen die aan equity crowdfunding willen doen, kunnen gebruik maken van deze uitzondering mits zij enkele voorwaarden respecteren. Deze zijn als volgt:

⁹¹ Zie *supra* n° 95.

⁹² MARTIN, THOMAS A., "The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd", April 12th, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, p. 2.

⁹³ Title III JOBS- act (jumpstart our business startup - act), 5th of April 2012, <http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>.

⁹⁴ Section 302(a) JOBS act 2012; Section 4(6) Securities Act 1933.

“(6) Transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that

(A) the aggregate amount sold to all investors by the issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, is not more than \$1,000,000;

(B) The aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, does not exceed

(i) The greater of \$2,000 or 5 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, if either the annual income or the net worth of the investor is less than \$100,000; and

(ii) 10 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, not to exceed a maximum aggregate amount sold of \$100,000, if either the annual income or net worth of the investor is equal to or more than \$100,000;

(C) The transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A (a); and

(D) The issuer complies with the requirements of section 4A (b).”

Normaal moet een onderneming die securities aanbiedt of verkoopt, beschikken over een registratie bij de SEC.⁹⁵ Heeft zij die niet of valt zij niet onder een door de wet voorziene uitzondering ('*exemption*') dan is het voor een onderneming verboden om securities aan te bieden of te verkopen.⁹⁶ Deze uitzondering maakt daar een einde aan

101. – VOORWAARDEN CROWDFUNDING UITZONDERING - Als een emittent securities aanbiedt en deze aanbieding voldoet aan de voorwaarden, zoals deze bepaald zijn in de onderdelen (A) tot en met (D), dan is er geen registratie bij de SEC verplicht en mag men in die situatie securities aanbieden of verkopen. Deze voorwaarden zijn cumulatief en kunnen in vier categorieën onderverdeeld worden.⁹⁷

1) Limiet van 1.000.000 dollar gedurende een periode van 12 maanden

Een eerste categorie betreft een beperking op het gemiddeld aantal verkochte securities door de emittent aan alle investeerders. Deze beperking houdt een limiet in van 1 miljoen dollar. De emittent, die een beroep wil doen op de uitzondering, kan dus aan het geheel van investeerders voor een maximum van 1 miljoen dollar securities verkopen. Deze limiet van 1 miljoen dollar geldt voor een periode van 12 maanden. Indien men binnen een periode van 12 maanden twee opeenvolgende openbare aanbiedingen doet van 600.000 dollar, overschrijdt men derhalve de limiet en zal men een registratie moeten aanvragen bij de SEC.

2) Beperking op het aantal securities verkocht per individuele investeerder

De tweede voorwaarde houdt beperkingen in op het aantal securities dat verkocht wordt per individuele investeerder. Hier wordt er een bijkomend onderscheid gemaakt naargelang het gemiddeld jaarlijks inkomen of de netto waarde van de investeerder. De reden hiervoor is dat investeerders die een veel groter inkomen op jaarbasis hebben wel tegen een financieel stootje

⁹⁵ Zie *supra* n° 86.

⁹⁶ Securities Act of 1933 § 5(a)(1), 15 U.S.C.A. § 77e(a)(1).

⁹⁷ JENG, DANIEL H., "The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection", December 28th 2012, http://ssrn.com/abstract_id=2238624, p.21.

kunnen en vaak beschikken over de middelen om zich goed te informeren. Zij kunnen eveneens gemakkelijker advocaten inhuren, advies verkrijgen van professionelen, enzovoort.

Wanneer het gemiddeld jaarlijks inkomen of de netto waarde van de investeerder lager ligt dan 100.000 dollar, geldt er een limiet van ofwel 2000 dollar ofwel 5 procent van het gemiddeld jaarlijks inkomen of netto waarde.

Wanneer het gemiddeld jaarlijks inkomen of de netto waarde van de investeerder hoger ligt dan 100.000 dollar geldt een andere limiet. Deze limiet omvat ofwel 100.000 dollar per investeerder ofwel 10 procent van het jaarlijks inkomen of de netto waarde.

Deze limieten zijn duidelijk in theorie, maar blijken problemen op te leveren in de praktijk. Ze zijn er namelijk op gericht de investeerder te beschermen, maar laten anderzijds toe dat investeerder in enkele gevallen de helft van zijn jaarloon kan uitgeven. Zo kan een investeerder die een netto waarde heeft van 250.000 dollar, maar slechts een jaarlijks inkomen van 25.000 dollar, ofwel 2000 dollar investeren ofwel 5 procent op zijn jaarlijks inkomen (1.250 dollar) of netto waarde (12.500 dollar). Dit is een van de kritieken die men formuleert met betrekking tot de JOBS Act en dit is te wijten aan de povere en overhaaste constructie van de act.⁹⁸

3) Verplichting beroep te doen op een broker/funding portal

Een derde verplichting houdt in dat men transacties van securities, waarvoor men een beroep doet op de crowdfunding exemption, verplicht moet laten verlopen via een broker of funding portal.⁹⁹ Deze tussenpersonen moeten voldoen aan enkele verplichtingen om dergelijk statuut te verwerven. Met het oogmerk die verplichtingen te verduidelijken, werd er door de Jobs Act voorzien in het toevoegen van een nieuwe Section in de Securities Act. Deze Section, 4A genaamd, omvat alle verplichtingen waaraan dergelijke tussenpersonen moeten voldoen. Dit wordt hierna besproken.¹⁰⁰ Deze verplichting dragen opnieuw bij aan het verhogen van de bescherming voor individuele investeerders en consumenten. Deze tussenpersonen spelen namelijk vaak een belangrijke rol bij transacties. Zo zijn zij in staat informatie te laten doorstromen en die te controleren, de transactiekosten te verlagen en te zorgen voor adequate bescherming van de investeerder bij een openbare aanbieding van securities.¹⁰¹

c. Additionele informatieplichten

102. – EXTRA INFORMATIEVERPLICHTINGEN IN EEN NIEUWE SECTION: SECTION 4A SECURITIES ACT - De Jobs Act voorzorg ook in enkele verplichtingen die rusten op de emittent bij crowdfunding. Deze werden ingevoegd in de Securities Act in een nieuwe section: section 4A. Het voldoen aan de verplichtingen van deze section is één van de voorwaarden die vervuld moeten zijn, voordat men een beroep mag doen crowdfunding exemption. Deze verplichtingen hebben vooral betrekking op het verstrekken van informatie aan potentiële investeerders. Hierbij gaat het vaak om periodieke financiële verslagen, evenals identificatiegegevens of zelfs een lijst van de belangrijkste aandeelhouders en bestuurders.¹⁰² Vanuit het oogpunt van de investeerder zijn zij eerder van bijkomend belang. Desalniettemin blijven deze bepalingen relevant en kunnen zij steeds fungeren

⁹⁸ BARITOT, JACQUES F., "Increasing Protection for Crowdfunding Investors under the JOBS Act", *U.C. Davis Bus. L.J.*, Vol. 13, 2012-2013, www.Heinonline.org, p. 267 – 268.

⁹⁹ HEMINWAY, JOAN M., "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the Crowdfund Act", June 18th, 2013, *UC Davis Business Law Journal*, Vol. 13, <http://ssrn.com/abstract=2293248>, p. 179.

¹⁰⁰ Zie *infra* n° 102.

¹⁰¹ HEMINWAY, JOAN M., "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the Crowdfund Act", June 18th, 2013, *UC Davis Business Law Journal*, Vol. 13, <http://ssrn.com/abstract=2293248>, p. 180.

¹⁰² Sec. 4A(b) Securities Act 1933.

als vangnet voor het inleiden van een aansprakelijkheidsprocedure op basis van materiële vergissingen of weglatingen bij de informatieverstrekking.¹⁰³

2. VERPLICHTINGEN DIE RUSTEN OP CROWDFUNDINGPLATFORMEN

2.1 Securities Exchange Act 1934

103. De securities exchange act reguleert de professionelen en instellingen die secundaire markttransacties vergemakkelijken.¹⁰⁴ De crowdfundingplatformen die zich bezighouden met secundaire markttransacties, zullen onderworpen zijn aan de Securities Exchange Act van 1934. JOBS Act

104. – VERPLICHTING TOT REGISTRATIE ALS BROKER OF DEALER - In Section 12 van Securities Exchange Act wordt de verplichting opgenomen voor brokers of dealers om zich te registreren bij de SEC. Wanneer een broker of dealer securities aanbiedt onder een registratie, dan moet zij voldoen aan enkele verplichtingen opgelegd door de Securities Exchange Act. Dit houdt dus in dat crowdfundingplatformen die securities aanbieden onderworpen zullen zijn aan de registratieverplichtingen, evenals de periodieke informatieverplichtingen.¹⁰⁵ Registratie van een broker of dealer onder de Securities Exchange Act heeft ook tot gevolg dat zij onderworpen zullen zijn aan extensieve regulering van de SEC.

2.2 Jumpstart Our Business Start-up Act 2012

105. De verplichtingen die, bij het aanbieden of verkopen van securities, rusten op crowdfundingplatformen werden door de Jobs act aangepast en uitgebreid. Er wordt voorzien in een nieuw gereguleerd statuut als 'funding portal' en een informatieverplichting.

106. – BROKERS, DEALERS OR FUNDING PORTALS – Door de inwerkingtreding van de Jobs Act wordt er in de Securities Act een nieuwe Section 4A opgenomen. Onder de betrokken Section worden informatieverplichtingen opgenomen die rusten op tussenpersonen (brokers, dealers, funding portals). Crowdfundingplatformen zijn dus onderworpen aan deze verplichtingen wanneer zij aan equity crowdfunding doen in de primaire markt.

I. Wettelijke verplichtingen tussenpersonen ('intermediaries')

107. In Section 4A(a) worden de verplichtingen opgenomen die rusten op de tussenpersonen betrokken bij transacties waarvoor men een beroep doet op de eerder besproken crowdfunding exemption.¹⁰⁶ Er zijn een twaalfal verplichtingen die opgesomd worden in de wetgeving.

108. – FUNDING PORTAL - De belangrijkste betreft de verplichting om zich te registreren bij de SEC ofwel als 'broker'¹⁰⁷ ofwel in de hoedanigheid van 'funding portal'.¹⁰⁸ Het begrip 'funding portal' is nieuw en houdt in dat een tussenpersoon die optreedt in een crowdfundingstransactie, en die

¹⁰³ Sec. 4A(c) Securities Act 1933.

¹⁰⁴ CHOI, STEPHEN J.; PRITCHARD, A.C., "Securities regulation: cases and analysis", third edition, Foundation Press, 2012, p. 38.

¹⁰⁵ HAZEN, THOMAS L., "crowdfunding or fraudfunding? social networks and the securities laws-why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *North Carolina Law Review*, Volume 90, 2011-2012, p. 1744, <http://heinonline.org>.

¹⁰⁶ Zie *supra* n° 100 - 101.

¹⁰⁷ Sec. 4A(a)(1)(A) Securities Act 1933.

¹⁰⁸ Sec. 4A(a)(1)(B) Securities Act 1933.

geen broker wenst te zijn, zich kan registreren onder een nieuw gereguleerd statuut. Hier wordt later verder op ingegaan.¹⁰⁹

109. Bovendien is een tussenpersoon gehouden tot het verstrekken van een wettelijk vereist minimum aan informatie betreffende de risico's.¹¹⁰ Andere verplichtingen zijn: verzekeren dat elke investeerder 'investor education information' verkrijgt, bevestigen dat de investeerder het risico begrijpt, dat hij dergelijk risico kan dragen en het beoordelen of de investeerder de risico's verbonden aan de financiering van een start-up begrijpt (risico op illiquiditeit, risico op het totaal verlies van de investering). Aan de SEC wordt overigens ruim de bevoegdheid gelaten om te voorzien in bijkomende regulering wanneer zij dit nodig acht, ter bescherming van investeerders.

II. Nieuw statuut: Funding portal

110. – STATUUT VAN FUNDING PORTAL – De Jobs Act voorziet in een nieuw gereguleerd statuut, waarbij crowdfundingplatformen zich niet als broker of dealer bij de SEC dienen te registreren. Dit is veel voordeliger voor crowdfundingplatformen omdat het verkrijgen van het statuut van broker of dealer aanzienlijk duurdere registratiekosten met zich meebrengt dan het statuut van funding portal.¹¹¹ Deze uitzondering kan echter enkel gebruikt worden indien men voldoet aan de voorwaarden bepaald in Sec. 3(h) van de Securities Act 1933, zoals deze werd ingevoegd door de JOBS Act.

111. –VERPLICHTINGEN FUNDING PORTALS- Deze verplichtingen houden in dat crowdfundingwebsites, die tussenkomen in een transactie waarbij een beroep werd gedaan op de crowdfunding uitzondering, in principe onderworpen zijn aan het toezicht, de handhaving en de regulering van de SEC. Maar deze gelimiteerde uitzondering biedt aan crowdfundingwebsites de mogelijkheid te ontsnappen aan de registratie als broker of dealer, onder de voorwaarde dat zij zich registreren als funding portal. Een van de voorwaarden om een beroep te kunnen doen op de crowdfunding uitzondering houdt in dat er verplicht een beroep gedaan wordt op een funding portal of broker.¹¹²

112. – WAT IS EEN FUNDING PORTAL? - Nu rest er nog de vraag wat er onder het begrip 'funding portal' begrepen moet worden. Ook hier heeft de JOBS Act voorzien in een definitie die werd ingevoegd in Sec. 3(a)(80) van de Securities Act.¹¹³ Deze definitie luidt als volgt:

"The term 'funding portal' means any person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others, solely pursuant to section 4(6) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C.77d (6)), that does not:

(A) offer investment advice or recommendations;

(B) solicit purchases, sales, or offers to buy the securities offered or displayed on its website or portal;

(C) compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its website or portal;

(D) hold, manage, possess, or otherwise handle investor funds or securities; or

(E) engage in such other activities as the Commission, by rule, determines appropriate."

¹⁰⁹ Zie *infra* n° 110.

¹¹⁰ Sec. 4A(a)(3) Securities Act 1933.

¹¹¹ STEMLER, R. ABBEY, "The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses", *Business Horizons*, Volume 56, Issue 3, May–June, 2013, www.sciencedirect.com, p. 271.

¹¹² Zie *supra*, n° 100-101.

¹¹³ Sec. 3(a)(80) Securities Act 1933; Sec. 305 (b) JOBS Act.

Dit houdt dus in dat crowdfundingwebsites, die securities aanbieden volgens de crowdfunding exemption en die voldoen aan de voorwaarden om zich te registreren als funding portal bij de SEC en dit daadwerkelijk ook doen, voldaan hebben aan hun wettelijke verplichtingen onder de securities regulering.

III. *Problemen die uit de wet voortvloeien met betrekking tot Funding Portals*

113. Er zijn echter enkele problemen met de tekst van de CROWDFUND ACT die nadelig kunnen zijn voor crowdfundingplatformen.¹¹⁴

1) Problemen voor crowdfundingplatformen die geen broker zijn.

114. Ten eerste vermeldt de wet dat personen, die zich niet registreren onder het statuut van broker, ook crowdfundingplatformen kunnen uitbaten. De CROWDFUND ACT vereist daarentegen dat een crowdfundingplatform zich dient te registreren als funding portal, indien zij niet als broker geregistreerd wil worden. Dit is op zich geen probleem, maar de definitie van funding portal zorgt dan wel weer voor problemen. De wet definieert een funding portal als een persoon die uitsluitend tussenkomt bij transacties, waarvoor een beroep werd gedaan op de crowdfunding uitzondering. Dit heeft voor gevolg dat het platform zich niet kan registreren als funding portal en zich bijgevolg niet kan beroepen op de uitzondering om zich te registreren als broker of dealer, indien zij tussenkomt in andere transacties waarbij er geen beroep werd gedaan op de crowdfunding uitzondering. Men wordt er dus de facto toe verplicht zich te registreren als broker indien men tussenkomt bij transacties, waarvoor een beroep werd gedaan op de crowdfunding uitzondering. Bij dergelijke transacties loopt het platform dus risico dat zij handelt in strijd met de securities regulering. Dit is hoogst nadelig voor platformen aangezien een procedure kan worden ingeleid door de SEC.¹¹⁵

2) Funding portals mogen geen beleggingsadvies of aanbevelingen verstrekken.

115. Conform Sec.3(a)(80)(A) van de Securities Act is het voor funding portals strikt verboden om beleggingsadvies of aanbevelingen te doen met betrekking tot securities.¹¹⁶ Dit is omwille van het feit dat dergelijke personen in het Amerikaanse recht zich moeten registreren onder de Investment Advisers Act. In die Act worden de begrippen beleggingsadvies en aanbevelingen echter heel ruim opgevat. Dit heeft voor gevolg dat het platform zich mogelijks op glad ijs begeeft bij het aanbieden van securities via een website. De Crowdfund Act brengt eveneens geen duidelijkheid. De onzekerheid voor crowdfundingplatformen blijft dus aanwezig. Zo kunnen zij bijvoorbeeld mails versturen die opsommingen bevatten van alle ondernemingen die securities aanbieden. Zou dit dan gekwalificeerd worden als beleggingsadvies of een aanbeveling? Indien dit zo gekwalificeerd wordt kan dit rampzalig zijn voor een crowdfundingplatform. Zij overtreedt niet alleen de Securities Exchange Act, maar bovendien ook de Investment Advisers Act.¹¹⁷

3) Verbod effecten of securities te bewaren, beheren of in ontvangst nemen.

116. Bovendien is het strikt verboden voor funding portals om gelden of securities van investeerders in ontvangst te nemen, te bewaren of te beheren.¹¹⁸ Op die funding portals rust daarentegen wel de verplichting om er voor te zorgen dat de gelden bijgehouden worden tot het financieringsdoel is bereikt. Zoals reeds eerder besproken voorzien de meeste crowdfundingwebsites in een '*all or nothing*' formule, waar de transactie pas tot stand komt na

¹¹⁴ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 119-222.

¹¹⁵ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 119-222.

¹¹⁶ Sec. 3(a)(80)(A) Securities Act 1933.

¹¹⁷ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 119-222.

¹¹⁸ Sec. 3(a)(80)(D) Securities Act 1933.

het bereiken van een bepaalde limiet die door de projectaanbieder werd vooropgesteld. Op de funding portals rust de taak die gelden bij te houden tot het voormelde doel bereikt is. Bereikt men de limiet niet, moeten alle gelden teruggestort worden naar de oorspronkelijke investeerders. In de praktijk gaat men meestal de gelden van de investeerders aanhouden bij een derde partij door middel van een escrow overeenkomst. Vervolgens gaat het funding portal op basis van die overeenkomst oordelen of het doel gehaald is, waarna de gelden worden doorgestort naar de projectaanbieder. Dit blijkt in de praktijk de meest efficiënte oplossing te zijn, aangezien funding portals niet rechtstreeks de gelden van de investeerders mogen ontvangen.¹¹⁹

4) verbod de aan- of verkoop van securities, op de website van het platform, te promoten

117. Deze bepaling zorgt er voor dat funding portals eigenlijk oneerlijk behandeld worden ten opzichte van brokers, die niet onderworpen zijn aan die beperking. Bovendien is de bepaling allerminst duidelijk, waardoor het voor crowdfundingplatformen bijzonder moeilijk kan worden zelf te oordelen of men een aan- of verkoop van securities promoot en dus handelt in strijd met de wet. De bepaling zegt niets over wat er juist moet begrepen worden onder het promoten van de aan- of verkoop van securities. Wat wel vaststaat, is dat het louter weergeven op de website van ondernemingen die securities aanbieden geen promotie inhoudt. Maar er blijft een enorme grijze zone aan situaties die vatbaar zijn voor interpretatie. Zo kan de vraag rijzen of een e-mail, die verstuurd wordt naar individuele personen met een link naar de website waar securities worden aangeboden, gezien kan worden als een promotie van de aan- of verkoop van securities. En wat wordt er gedaan met reclame voor de website via sociale media of andere communicatievormen? Het feit dat dergelijke situaties vatbaar zijn voor interpretatie, zorgt er voor dat funding portals meer juridische onduidelijkheid hebben omtrent hun specifieke situatie, dan brokers of dealers.¹²⁰

3. CONCLUSIE

118. – VOOR DE INWERKINGTREDING VAN DE JOBS ACT - Wanneer een onderneming beroep doet op equity crowdfunding, zal zij onderworpen worden aan de Securities Act of de Securities Exchange Act en de wettelijke verplichtingen die deze wetten met zich meebrengen. Enerzijds zal die onderneming zich moeten registreren onder de Securities Act 1933.¹²¹ De onderneming zal eveneens onderworpen zijn aan de periodieke informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act 1934. Ook de crowdfundingwebsites, waar de onderneming beroep op doet, zullen zich moeten registreren als broker, dealer of investment adviser bij de SEC conform de Securities Exchange Act.¹²²

119. Dit alles leidt er toe dat equity crowdfunding het voorwerp zal zijn van vrij intensieve en zware juridische verplichtingen. De bestaande uitzonderingen, die voorzien zijn in securities wetgeving, sluiten momenteel nauwelijks naadloos aan bij het concept 'crowdfunding'.¹²³ Zowel emittenten als crowdfundingplatformen kunnen geen enkele bestaande uitzondering in de

¹¹⁹ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 119-222.

¹²⁰ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 119-222.

¹²¹ BRADFORD STEVEN C., "Crowdfunding and the federal securities laws", March 9th, 2012, *Columbia Business Law Review*, vol. 2012., no.1 2012, <http://ssrn.com/abstract=1916184>, p. 1.

¹²² BRADFORD STEVEN C., "Crowdfunding and the federal securities laws", March 9th, 2012, *Columbia Business Law Review*, vol. 2012., no.1 2012, <http://ssrn.com/abstract=1916184>, p. 1.

¹²³ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 196.

securities wetgeving toepassen op crowdfunding, zodat zij steeds onderworpen zullen zijn aan de verplichtingen die uit de wetten voortvloeien. Bovendien hangt er steeds de dreiging van een juridische aansprakelijkheidsprocedure boven het hoofd, zij het van een investeerder of van de SEC wegens een inbreuk op securities regulering. Dit leidt er toe dat crowdfunding inherent star, duur, tijdrovend en onaantrekkelijk wordt zowel voor de onderneming als voor het crowdfundingplatform, dit terwijl flexibiliteit een van haar sterkste voordelen is. Bovendien zal het voor start-ups moeilijk worden om investeerders te vinden via crowdfunding. Zij kunnen namelijk geen return op aangeboden securities geven aan hun investeerders, zonder te ontsnappen aan zware legale verplichtingen.¹²⁴

120. – NA DE INWERKING/TREDING VAN DE JOBS ACT - De Amerikaanse wetgever heeft daarom ingegrepen. De JOBS Act voorziet in het versoepelen van bestaande wetgeving met het doel securities crowdfunding (of equity crowdfunding) te vergemakkelijken. Zij doet dit aan de hand van drie grote wijzigingen in bestaande securities regulering.

De eerste amendering voorziet in een uitzondering betreffende de registratie bij de SEC voor het aanbieden van securities. Dit zorgt er voor dat ondernemingen die van plan zijn securities aan te bieden, en daarvoor beroep willen doen op de crowdfunding uitzondering, legaal securities kunnen aanbieden mits alle voorwaarden van die uitzondering voldaan zijn. Een van deze voorwaarden houdt in dat men verplicht een beroep moet doen op een broker of funding portal voor zo'n transactie af te wikkelen.

De tweede amendering, zoals deze door de JOBS Act werd voorzien, heeft betrekking op het reguleren van de tussenpersonen betrokken bij equity crowdfunding. Crowdfundingwebsites kunnen zich bij de SEC laten registreren als '*funding portal*', om zo te ontsnappen aan de verplichting om zich te registreren als broker of dealer. Ook hier betreft het een versoepeling, aangezien de registratie als broker of dealer meer extensieve wettelijke verplichtingen en hogere registratiekosten met zich meebrengt. Deze tussenpersonen zullen *in casu* meestal crowdfundingwebsites zijn.

Ten derde wordt er voorzien in een mogelijkheid voor de SEC om via regulering, voorwaardelijk of onvoorwaardelijk, securities vrij te stellen van enkele verplichtingen. Deze uitzondering geldt enkel voor securities die verworven zijn in het kader van een crowdfundingstransactie. Deze amendering heeft het oogmerk bij te dragen aan de juridische flexibiliteit ten voordele van securities crowdfunding.

121. We kunnen dus concluderen dat alle vooropgestelde maatregelen in de JOBS Act het oogmerk hebben de flexibiliteit van het concept crowdfunding te bewaren door het niet te onderwerpen aan extensieve en kostelijke regulering. Enerzijds erkent men de potentiële economische voordelen van crowdfunding, waardoor men wil vermijden dat het concept zijn aantrekkingskracht verliest. Anderzijds wil men eveneens het huidige beschermingsniveau van de belegger/consument bewaren evenals de marktstabiliteit en –integriteit. Daarom wordt er nog steeds een minimum aan informatieplichten opgelegd aan de actoren die een rol spelen bij crowdfundingstransacties. Er wordt daarom ook bepaald dat men verplicht een beroep moet doen op gereguleerde entiteiten als tussenpersoon.

122. – KRITIEK OP DE JOBS ACT - De vraag is dan ook gerezen of die versoepeling van bestaande regulering werkelijk bijgedragen heeft tot het bewaren van de flexibiliteit van het concept crowdfunding. Er is dan ook heel wat kritiek gekomen op de JOBS Act. Zo heeft de voorzitter van

¹²⁴ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 197.

de SEC, die toch een groot gezag geniet, kritiek geuit op de Act.¹²⁵ Zijn kritiek vestigt de aandacht op twee punten. Ten eerste meent hij, naar mijn mening terecht, dat de JOBS Act de transparantie naar de belegger toe vermindert. Dit heeft voor gevolg dat het niet alleen schadelijk is voor de investeerder, maar het maakt tevens de rol van de SEC als toezichts- en handhavingsorgaan lastiger. Ten tweede meent hij dat de vermindering van regulatoire vereisten niet noodzakelijk leidt tot een betere kapitaalformatie. Hij beweert dat de afname van IPO's, niet steeds het gevolg is van regulatoire kosten. Andere critici menen dat de JOBS Act een gemiste kans is omwille van het feit dat de exemption niet volledig voldoet aan de noden van kleine ondernemingen om kapitaal te zoeken.¹²⁶ Andere rechtsgeleerden menen bovendien dat de exemption slecht opgesteld is en bol staat van dubbelzinnigheden, inconsistenties en fouten.¹²⁷ Ik kan mij hier volledig bij aansluiten. Zo vormt de reglementering omtrent het statuut van funding portals allesbehalve een sluitend geheel. Er rijzen nog steeds interpretatiekwesaties en onzekerheden omtrent het toepassingsgebied en de juiste kwalificatie van bepaalde activiteiten van crowdfundingplatformen. Dit alles wordt allerm minst verholpen door de knip- en plakmethode van de Amerikaanse wetgevende instantie. Bovendien menen ze dat, om succesvol te zijn bij kleine ondernemingen, de exemption nog steeds te ingewikkeld en te duur is. Dit leidt tot de vaststelling dat de JOBS act mooie doelstellingen voor oog had, maar dat deze ondanks alles grotendeels zijn doel gemist heeft.¹²⁸ Het juridisch framework van crowdfunding is allerm minst coherent en vereist grondige juridische vaardigheden om het geheel te zien en te begrijpen. Dit zorgt er voor dat zowel kleine ondernemingen, evenals de crowdfundingplatformen, nog steeds heel voorzichtig te werk moeten gaan met betrekking tot equity crowdfunding. De kans is reëel dat men zich bij bepaalde transacties zal moeten verantwoorden voor een inbreuk op securities wetgeving.

123. THOMAS MARTIN A. meent dat de voor- en tegenstanders van de JOBS Act een achterliggend motief hebben. Ze komen eigenlijk neer op de vraag of er overheidsinmenging moet zijn of niet.¹²⁹ Naar mijn mening komt het in essentie neer op de vraag of een bepaald nieuw financieel model voldoende garanties, veiligheid en duidelijkheid voor alle partijen biedt om een rol te kunnen spelen in de economie. Biedt ze die niet, dan moet er gekeken worden of het concept op zich behouden kan worden met zo weinig mogelijk aanpassingen. Er moet wel over gewaakt worden, dat investeerders er niet op achteruit mogen gaan betreffende het niveau van bescherming en informatieverstrekking. De overheid mag naar mijn mening niet blindelings reguleren, aangezien dan de kans bestaat dat het concept zijn aantrekkingskracht verliest. Een grondig begrip van het concept en zijn voor- en nadelen is essentieel. Er moet dus steeds een grondige afweging gemaakt worden tussen regulering enerzijds en flexibiliteit anderzijds, rekening houdend met alle betrokken belangen (ondernemingen, investeerders).

B. België

124. Wanneer er in België in het openbaar beleggingsinstrumenten worden aangeboden, dan moet men kijken of men al dan niet een prospectus moet opmaken. Wanneer een openbare aanbidding de wettelijke voorwaarden vervult, dan moet er verplicht een document worden opgemaakt dat alle relevante informatie bevat betreffende de aanbidding, de emittent en het risico verbonden

¹²⁵ MARTIN, THOMAS A., "The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd", April 12th, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, p. 4-5.

¹²⁶ COHN, STUART R., "The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution", *Florida Law Review*, May 24th, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066016>, p. 14-15.

¹²⁷ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 215-216.

¹²⁸ BRADFORD, C. STEVEN, "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p. 222-223.

¹²⁹ MARTIN, THOMAS A., "The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd", April 12, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, p. 5-6.

aan die aanbieding. Dit document noemen we een prospectus. Bovendien zijn er enkele bijkomende verplichtingen wanneer een aanbieding onder het toepassingsgebied van de prospectuswet valt. Zo geldt er eveneens een bemiddelingsmonopolie. Dit houdt in dat wanneer er een openbare aanbieding wordt gedaan, men enkel beroep kan doen op gereguleerde en door de toezichthoudende overheid erkende entiteiten als tussenpersoon. Ten slotte zijn er nog enkele vereisten inzake het voeren van reclame.

125. Dit houdt dus in dat ook projectaanbieders van crowdfundingprojecten zullen moeten nagaan of hun project een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten omvat. Indien dit het geval is zal de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten van toepassing zijn. Dit is door de FSMA bevestigd in een mededeling omtrent het wettelijk kader van crowdfunding.¹³⁰ Hierna worden systematisch de voorwaarden geschetst waaraan een openbare aanbieding moet voldoen. Hierbij zal bijzondere aandacht uitgaan naar het concept crowdfunding en de bepalingen die de wetgever daarvoor heeft voorzien.

1. WET VAN 16 JUNI 2006 OP DE OPENBARE AANBIEDING VAN BELEGGINGSINSTRUMENTEN ('PROSPECTUSWET')

1.1 Inleiding

126. Wanneer men in België beleggingsinstrumenten openbaar wil aanbieden moet men rekening houden met eventuele verplichtingen die voortvloeien uit de Prospectuswet.¹³¹ Deze wet is er gekomen na omzetting van een Europese Richtlijn.¹³² Deze wet werd in 2010 opnieuw gewijzigd door de omzetting van een recentere Europese Richtlijn (hierna: 'Prospectusrichtlijn').¹³³ Wanneer een onderneming beleggingsinstrumenten wil aanbieden, en deze aanbieding als openbaar beschouwd kan worden, is de aanbieder verplicht een prospectus op te stellen.

a. Wat is een prospectus?

127. Het begrip 'prospectus' wordt omschreven in art. 24 van de prospectuswet. Het is een document dat alle gegevens bevat die, in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de verhandeling op een gereguleerde markt toe te laten effecten, de noodzakelijke informatie vormen om de beleggers in staat te stellen zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de aan deze effecten verbonden rechten.¹³⁴

¹³⁰ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be

¹³¹ Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21/06/2006.

¹³² Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2003, afl. 345, 64-89.

¹³³ Richtlijn 2010/73/EU van het Europees parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.

¹³⁴ Art. 24 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

b. Doel prospectuswetgeving

128. In Titel II van de wet wordt het doel weergegeven. De wet heeft als doelstelling een regeling te treffen voor de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten op Belgisch grondgebied en voor de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt.¹³⁵

129. Het uitgangspunt van deze prospectuswet is niet het wegnemen van risico voor de belegger. Wie belegt zal in essentie steeds onderworpen zijn aan een zeker risico. De wetgeving probeert alleen zoveel mogelijk informatie in de markt te brengen teneinde het voor de belegger mogelijk te maken een goed geïnformeerd beleggingsbesluit te nemen. De prospectus moet dus alle relevante informatie bevatten om een belegger toe te laten op een geïnformeerde wijze tot een beleggingsbeslissing te komen.¹³⁶ Bovendien zorgt de prospectusplicht er voor dat de stroom van informatie deels openbaar wordt, wat tot gevolg heeft dat de informatie asymmetrie tussen onderneming en belegger steeds kleiner wordt.

1.2 Toepassingsgebied

130. Bij de beoordeling of een specifieke situatie al dan niet onder het toepassingsgebied van de prospectuswet valt moeten we rekening houden met enkele elementen. Deze elementen hebben betrekking op het openbaar karakter van de verrichting, de locatie, de omvang van het begrip beleggingsinstrumenten en de financiële drempels. Bovendien moet steeds rekening gehouden worden met de uitsluitingen en uitzonderingen van de prospectuswet.

a. Openbare aanbidding

131. Om onder het toepassingsgebied van de wet te vallen is het vereist dat de aanbidding een 'openbare aanbidding' is. In art. 3 wordt een openbare aanbidding omschreven als: *'een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling verstaan waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten'*.¹³⁷

Dit geldt zowel in het geval de aanbidding gedaan wordt door de uitgevende instelling (hierna: 'emittent') als ook voor elke persoon die handelt voor rekening van de emittent. Elke persoon die naar aanleiding van de aanbidding rechtstreeks of onrechtstreeks een vergoeding of voordeel ontvangt, wordt geacht te handelen voor rekening van de uitgevende instelling. Elke plaatsing via financiële tussenpersonen is een afzonderlijke openbare aanbidding mits er voldaan is aan de andere voorwaarden.¹³⁸

132. – NIET OPENBARE VERRICHTINGEN - De wet geeft bovendien een opsomming van aanbiedingen die geen openbaar karakter hebben.¹³⁹ Dit heeft voor gevolg dat zij niet onder het toepassingsgebied van de wet vallen en dus niet onderworpen zijn aan de verplichting een

¹³⁵ DE GRAEVE, A., "Openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten: leve de harmonisatie!", *TVW* 2006, afl. 3, p. 355.

¹³⁶ PEETERS, J.; VAN DYCK, T.; TISON, M. (ed.), "De inhoud van het prospectus onder het nieuwe prospectusregime – op zoek naar een beginselenbenadering" in "Belgisch Kapitaalmarkt op Europese Leest: IFR-dagen 2006", Antwerpen, Intersentia, 2007, p. 206.

¹³⁷ Art. 3 §1 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.

¹³⁸ VAN DYCK, T., "De geharmoniseerde prospectusplicht : kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingen in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland", 2010, Brugge, Die Keure, p. 401- 422.

¹³⁹ Art. 3 §2 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.

prospectus op te stellen.¹⁴⁰ Deze ‘safe harbours’, die door de Belgische wetgever zijn ingevoegd, zijn afwijkingen op de Prospectusrichtlijn.¹⁴¹

Deze opsomming is als volgt:

- a) De aanbieding van beleggingsinstrumenten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers. Deze worden geacht in staat te zijn om zelf met kennis van zaken te beslissen. De personen die daar onder vallen worden opgesomd in art. 10 van de prospectuswet. Door de Prospectusrichtlijn werd dit begrip in overeenstemming gebracht met hetzelfde begrip in de MIFID-Richtlijn.¹⁴² Bijgevolg zijn de regimes van opt-up en opt-down ook mogelijk.¹⁴³
- b) Aanbiedingen die een totale tegenwaarde van minstens 100.000 euro per belegger vereisen.
- c) Aanbiedingen die beleggingsinstrumenten omvatten waarvan de nominale waarde minstens 100.000 euro per eenheid bedraagt.
- d) Aanbiedingen waarvan de totale tegenwaarde kleiner is dan 100.000 euro (*‘de minimis aanbieding’*). Deze uitsluiting is in de praktijk vaak gehanteerd met betrekking tot crowdfunding. Men gaat de totale tegenwaarde van de verrichting beperken tot 100.000 euro. Zo ontsnapt men aan de toepassing van de wet aangezien de aanbieding geen openbaar karakter meer heeft. In de Algemene gebruiksvoorwaarden van de Belgische crowdfundingwebsite ‘CroFun’ wordt expliciet vermeld dat het om een private plaatsing gaat conform art.3, §2 van de prospectuswet.¹⁴⁴ Het zou beter zijn de specifieke rechtsgrond te bepalen.
- e) Aanbiedingen gericht tot minder dan 150 natuurlijke personen, die geen gekwalificeerde belegger zijn. Het spreekt voor zich dat crowdfundingplatformen zich niet op deze bepaling zullen kunnen beroepen, gezien zij via het internet hoogstwaarschijnlijk zich richten tot meer dan 150 personen. Dit is inherent aan het concept van crowdfunding, waar men van zoveel mogelijk personen, kleine individuele bijdragen vraagt.¹⁴⁵

In deze gevallen dient dus geen prospectus opgemaakt te worden.

b. Beleggingsinstrumenten

133. Een tweede vereiste die noodzakelijk is om onder het toepassingsgebied van de prospectuswet te vallen is dat de openbare aanbieding betrekking moet hebben op ‘beleggingsinstrumenten’. In art. 4, §1 van de Prospectuswet wordt een niet-limitatieve opsomming gegeven wat onder het begrip ‘beleggingsinstrumenten’ begrepen moet worden. Het gaat onder meer om effecten, geldmarktinstrumenten, opties, futures, swaps, enzovoort. Bovendien heeft de wetgever reeds meermaals de wet gewijzigd om bepaalde situaties onder het toepassingsgebied van de wet te brengen (bijvoorbeeld: met betrekking tot de rechten die

¹⁴⁰ BOGAERTS, S.; CLERCKX, B.; D'HONDT, P.; GOLLIER, J-M.; VAN BEVER, L.; VANDERHEYDEN, K., “Openbare aanbiedingen en prospectus : de wet van 16 juni 2006”, Brugge, Vanden Broele, 2007, p. 69-70.

¹⁴¹ VAN DYCK, T., “De geharmoniseerde prospectusplicht : kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingen in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland”, 2010, Brugge, Die Keure, p. 569-572.

¹⁴² KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten”, *forum financier / droit bancaire et financier 2014/III*, Larcier, p. 103-104.

¹⁴³ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (MIFID).

¹⁴⁴ Algemene Gebruiksvoorwaarden CroFun, geraadpleegd op 19/04/2015.

¹⁴⁵ BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd”, *Journal of Business Venturing*, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32, 9th July, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=1578175, p. 1.

betrekking hebben op de opbrengst in een agrarische exploitatie.¹⁴⁶). Het moet dan ook worden vermeld dat dergelijk begrip heel ruim wordt geïnterpreteerd. Men heeft ook steeds de mogelijkheid om mits een wetswijziging bepaalde situaties onder de toepassing van de wet te brengen, indien men oordeelt dat de belegger in die situatie onvoldoende bescherming geniet.

134. Het onderscheid tussen die verschillende categorieën van instrumenten is wel degelijk relevant, aangezien er een afwijkende regeling bestaat voor openbare aanbiedingen van effecten waarvan de totale tegenwaarde de grens van 5.000.000 euro overschrijdt. In dat geval geldt de plicht een Europees geharmoniseerde prospectus op te stellen. Hier wordt later op ingegaan. We moeten dus een onderscheid maken tussen effecten en andere beleggingsinstrumenten. Elk effect is een beleggingsinstrument, maar niet elk beleggingsinstrument is een effect.¹⁴⁷

135. - EFFECTEN - In art. 5, §1 van de Prospectuswet wordt vervolgens een niet-limitatieve opsomming gegeven van wat onder het begrip 'effecten' begrepen moet worden. Het gaat onder meer om aandelen, aandelencertificaten, obligaties, obligatiecertificaten en alle andere effecten die het recht verlenen die effecten te verwerven of te kopen. Geldmarktinstrumenten en betalingsinstrumenten zijn geen effecten.¹⁴⁸ Zij hebben een looptijd van minder dan twaalf maanden. Zij behoren daarentegen wel tot de beleggingsinstrumenten.¹⁴⁹

c. De openbare aanbieding moet plaatsvinden in België.

136. Opdat de prospectuswet van toepassing zou zijn, is het vereist dat de openbare aanbieding in België plaatsvindt. Het criterium dat men hierbij hanteert is de 'gerichtheid van de verrichting' op België. Wanneer een aanbieding gedaan wordt via een website, hanteert men enkele feitelijke criteria om te oordelen of de openbare aanbieding in België plaatsvindt en dus gericht is op het Belgische publiek.¹⁵⁰ Hierbij gaat men onder andere kijken of er eventueel een disclaimer opgenomen is waarin wordt vermeld dat de transactie niet gericht is op België. Men gaat eveneens rekening houden met de gehanteerde taal, de vermelding van informatie die specifiek is afgestemd op de Belgische wettelijke regeling, enzovoort.

d. Drempels

137. Wanneer men een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten voor ogen heeft, kan men nog steeds buiten het toepassingsgebied van de wet vallen. Een derde vereiste om onder het toepassingsgebied van de wet te vallen heeft betrekking op het overschrijden van enkele financiële drempels.¹⁵¹

138. Zoals reeds eerder vermeld moet een onderscheid gemaakt worden tussen effecten en andere beleggingsinstrumenten.¹⁵² Dit is omwille van het feit dat de Prospectusrichtlijn enkel voorziet in een prospectusplicht wanneer het een openbare aanbieding betreft van effecten, die de totale

¹⁴⁶ Art. 4 §3bis Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

¹⁴⁷ VAN DEN STEEN, L., "Het begrip 'effecten' in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt", in X, *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, I. Effecten, A. Uitgifte en notering, Art. 5 W. 16 juni 2006, p.162

¹⁴⁸ Art. 5 §2, §3 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

¹⁴⁹ VAN DEN STEEN, L., "Het begrip 'effecten' in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt", in X, *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, I. Effecten, A. Uitgifte en notering, Art. 5 W. 16 juni 2006, p. 170 – 171.

¹⁵⁰ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be

¹⁵¹ Art. 15 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

¹⁵² Zie *supra* n° 134.

tegenwaarde van 5.000.000 euro overstijgt. Maar de Belgische wetgever heeft voorzien in een Belgische prospectusplicht, die van toepassing is op enkele andere gevallen.¹⁵³

I. Wettelijke drempels

1) Effecten

139. - TOTALE TEGENWAARDE IS GROTER DAN 5.000.000 EURO - In dit geval is er een verplichting tot het opstellen van een Europees geharmoniseerde prospectus. Deze prospectus beschikt over een Europees paspoort. Dit houdt in dat, eens zij goedgekeurd is door de toezichthouder van de lidstaat waar de eerste aanbidding plaatsvond, zij mag gebruikt worden voor andere aanbiddingen in Europese lidstaten zonder de vereiste van een voorafgaande machtiging van de toezichthouder van de betrokken lidstaat. De inhoud wordt geregeld door art. 24 van de Prospectuswet.

140. - TOTALE TEGENWAARDE IS KLEINER DAN 5.000.000 EURO - In dit geval heeft de Belgische wetgever voorzien in een prospectusplicht. Deze prospectus beschikt evenwel niet over een Europees paspoort. De inhoud wordt geregeld door art. 44 van de Prospectuswet.

141. - TOTALE TEGENWAARDE IS KLEINER DAN 100.000 EURO - Deze aanbiddingen worden door de wet aanzien als aanbiddingen die geen openbaar karakter vertonen.¹⁵⁴ Bijgevolg vallen zij buiten het toepassingsgebied van de wet en moet er geen prospectus opgemaakt worden.

2) Beleggingsinstrumenten, andere dan effecten

142. - TOTALE TEGENWAARDE IS GROTER DAN 5.000.000 EURO - Dit geval werd ook niet voorzien door de Prospectusrichtlijn en betreft dus een niet-geharmoniseerde verrichting. Bijgevolg heeft de Belgische wetgever voorzien in een prospectusplicht. De inhoud wordt geregeld door art. 44 van de Prospectuswet.

143. - TOTALE TEGENWAARDE IS KLEINER DAN 5.000.000 EURO - In deze situatie geldt opnieuw de Belgische regeling (niet-geharmoniseerde verrichting).¹⁵⁵

144. - TOTALE TEGENWAARDE IS KLEINER DAN 100.000 EURO - In dit geval beschikt de verrichting niet over een openbaar karakter. Bijgevolg dient er geen prospectus opgesteld te worden.¹⁵⁶

II. Crowdfunding uitzondering

145. Deze drempels zijn nog steeds van toepassing, maar dienen genuanceerd te worden. Door de inwerkingtreding van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen werd er in de prospectuswet een bepaling ingevoegd die er op gericht is crowdfunding te stimuleren.¹⁵⁷ Deze bepaling voorziet in een vrijstelling van de prospectusplicht voor bepaalde openbare aanbiddingen. Men is dus nog steeds onderworpen aan de andere verplichtingen die voortvloeien uit de wet, maar men hoeft geen prospectus op te stellen mits voldaan is aan alle voorwaarden. Uiteraard is dit enkel van toepassing indien de totale tegenwaarde van de verrichting groter is dan 100.000 euro. Indien dit niet het geval is, is er sprake van een private plaatsing en zal het crowdfundingproject ook niet aan de andere verplichtingen van de wet moeten voldoen.

146. - CROWDFUNDING VRIJSTELLING - Deze uitzondering is voorzien in art. 18, §1, j° van de Prospectuswet. Dit artikel bepaalt dat men is vrijgesteld voor "openbare aanbiddingen van beleggingsinstrumenten met uitzondering van beleggingsinstrumenten als bedoeld in artikel 4, § 1, 2° tot 9°, voor zover voor maximum 1.000 euro per belegger kan worden ingegaan op de openbare

¹⁵³ BOGAERTS, S.; CLERCKX, B.; D'HONDT, P.; GOLLIER, J-M.; VAN BEVER, L.; VANDERHEYDEN, K., "Openbare aanbiddingen en prospectus : de wet van 16 juni 2006", Brugge, Vanden Broele, 2007, p. 41-43.

¹⁵⁴ Art. 3 §2 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.

¹⁵⁵ Zie *supra* n° 140.

¹⁵⁶ Zie *supra* n° 141.

¹⁵⁷ Art. 95, 3° Wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, BS 7 mei 2014.

aanbieding, de totale tegenwaarde van de aanbieding minder bedraagt dan 300.000 euro en alle documenten met betrekking tot de openbare aanbieding de totale tegenwaarde ervan, alsook de maximale inleg per belegger vermelden".¹⁵⁸

De drempel van 300.000 euro moet beoordeeld worden op een periode van 12 maanden. Deze vrijstelling geldt enkel voor de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten die niet worden opgesomd in artikel 4, §1, 2° tot 9° van de Prospectuswet. Dit heeft voor gevolg dat er voor bepaalde niet-courante beleggingsinstrumenten (opties, futures, swaps, enzovoort) geen beroep kan worden gedaan op deze vrijstelling. Dit is om te vermijden dat men door aan crowdfunding te doen reeds zeer vlug onder de prospectuswet zou vallen, gezien de lage drempel voor niet-geharmoniseerde verrichtingen.¹⁵⁹

e. Uitsluitingen van de prospectuswet/prospectusplicht

147. Het ruime toepassingsgebied van de prospectuswet wordt echter getemperd op twee manieren. Enerzijds voorziet de wet in uitsluitingen uit het toepassingsgebied van de wet. Anderzijds voorziet de wet in uitzonderingen op de plicht tot het opstellen van een prospectus. Het verschil ligt hem in het feit dat, de situaties die onder de uitsluiting van de prospectusplicht vallen, nog steeds onderworpen zullen blijven aan de andere bepalingen van de wet. Dit terwijl situaties die volledig worden uitgesloten van het toepassingsgebied van de wet aan geen enkele verplichting van de prospectuswet onderworpen zullen zijn. De crowdfunding uitzondering die eerder besproken werd voorziet in een uitzondering op de prospectusplicht.¹⁶⁰ Ondernemingen en tussenpersonen die een beroep doen op de crowdfunding uitzondering, zijn dus nog steeds onderworpen aan de andere bepalingen van de wet.

1.3 Gevolgen

a. Prospectusplicht

148. Wanneer men dus een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten doet, moet men een prospectus opstellen, behoudens uitzonderingen of uitsluitingen van het toepassingsgebied van de wet. Zo hoeft men geen prospectus op te stellen indien men voldoet aan de voorwaarden zoals bepaald in de crowdfunding uitzondering. Men dient ook rekening te houden met de financiële drempels en het onderscheid tussen geharmoniseerde en niet-geharmoniseerde verrichtingen.

Reeds eerder werd vermeld dat de in het prospectus verstrekte informatie zo gepresenteerd moet worden dat zij de belegger toelaat om op een geïnformeerde wijze tot een besluit te komen.¹⁶¹ Vandaar dat de prospectuswet enkele elementen vereist die de prospectus duidelijk moeten maken.¹⁶²

b. Bemiddelingsmonopolie

149. In art. 13 van de Prospectuswet wordt een definitie gegeven van wat men onder bemiddeling moet begrijpen. Het omvat *"elke tussenkomst ten aanzien van beleggers, zelfs al is zij tijdelijk of bijkomstig en in welke hoedanigheid ook, in de plaatsing van beleggingsinstrumenten voor rekening*

¹⁵⁸ KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., "Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele 'capita selecta' in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten", *forum financier / droit bancaire et financier 2014 / III*, Larcier, p. 114.

¹⁵⁹ KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., "Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele 'capita selecta' in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten", *forum financier / droit bancaire et financier 2014 / III*, Larcier, p. 114.

¹⁶⁰ Zie *supra* n° 145.

¹⁶¹ Zie *supra* n° 129.

¹⁶² PEETERS, J.; VAN DYCK, T.; TISON, M. (ed.), "De inhoud van het prospectus onder het nieuwe prospectusregime – op zoek naar een beginselenbenadering" in "Belgisch Kapitaalmarkt op Europese Leest: IFR-dagen 2006", Antwerpen, Intersentia, 2007, p. 212-213.

van de aanbieder of de uitgevende instelling, tegen een vergoeding of voordeel van welke aard ook, rechtstreeks of onrechtstreeks verleend door de aanbieder of de uitgevende instelling.”¹⁶³

150. – CROWDFUNDING: BEMIDDELING? - Bij crowdfunding wordt dergelijke aanbieding via het internet gepromoot. Er moet worden nagegaan of dat platform aan ‘bemiddeling’ doet in de zin van artikel 13. Indien dit het geval is, dient zij een statuut aan te nemen als beleggingsonderneming of kredietinstelling. Naar mijn mening zal een crowdfundingplatform aan bemiddeling doen in de zin van de wet, gezien de ruime omvang van het begrip. Zij komt vooral tussen via het promoten van de aanbieding via het internet. Bovendien wordt zij daarvoor vergoed. In de Algemene gebruiksvoorwaarden van CroFun worden twee soorten kosten opgelegd aan projectaanbieders. Enerzijds moet er eenmalige advertentiekost betaald worden van 181€. Anderzijds dient er een succeskost betaald te worden van 5 % van het opgehaalde bedrag, indien het project voor minimaal 90 % werd gefinancierd binnen de voorzienbare termijn.¹⁶⁴

Bijgevolg dient een crowdfundingplatform, dat tussenkomt in een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten, in principe een statuut aan te nemen zoals bedoeld in artikel 56 van de prospectuswet. Het gaat voornamelijk om kredietinstellingen en beleggingsondernemingen. Maar ook hier werd er onlangs een uitzondering voorzien in de wet betreffende het bemiddelingsmonopolie. Hier wordt later op ingegaan.¹⁶⁵

151. Dit monopolie houdt in dat, wanneer men een beroep doet op tussenpersonen bij de plaatsing van beleggingsinstrumenten in het kader van een openbare aanbieding, men enkel beroep mag doen op gereglementeerde tussenpersonen.¹⁶⁶ Hiermee bedoelt men enkel die entiteiten die onderworpen zijn aan een toezichtstatuut en die een vergunning verkregen hebben van de toezichthoudende overheid (*in casu* de FSMA). Deze ondernemingen worden opgesomd in de wet.¹⁶⁷ Dit is een maatregel genomen als bijkomende bescherming voor de belegger. Doordat men enkel beroep mag doen op gereguleerde entiteiten, heeft men een soort van garantie. Deze entiteiten moeten namelijk voldoen aan gedragsregelen en wettelijke verplichtingen, vooraleer zij een vergunning kunnen bekomen van de toezichthoudende overheid.

152. – BEMIDDELINGSMONOPOLIE, MAAR GEEN BEMIDDELINGSPLICHT - Het moet worden opgemerkt dat de wet voorziet in een bemiddelingsmonopolie. De wet voorziet echter niet in een bemiddelingsplicht. Men is niet verplicht een beroep te doen op tussenpersonen. De emittent kan nog steeds zelf de uitgifte doen, zonder tussenkomst van bepaalde entiteiten. Maar wanneer de emittent beslist om toch een beroep te doen op een tussenpersoon, is hij verplicht een beroep te doen op de in de wet opgesomde gereglementeerde ondernemingen.

I. wettelijke regeling

153. In art. 56 van de Prospectuswet worden de entiteiten opgesomd die dergelijke functie als tussenpersoon mogen uitoefenen. Dit zou betekenen dat crowdfundingplatformen, die optreden als tussenpersoon bij *equity* crowdfunding, zich zullen moeten omvormen tot een van die entiteiten opgesomd in de wet (kredietinstellingen, beleggingsondernemingen).

154. – GEVOLGEN - Dit houdt in dat ingeval er een openbare aanbieding plaatsvindt op Belgisch grondgebied, alle reclame en alle overige documenten en berichten die op initiatief van de

¹⁶³ Art. 13 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

¹⁶⁴ Artikel 6.1 Algemene Gebruiksvoorwaarden CroFun

¹⁶⁵ Zie *infra* n° 152 – 154.

¹⁶⁶ KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten”, *forum financier / droit bancaire et financier 2014/III*, Larcier, p. 124.

¹⁶⁷ Art. 56 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

emittent of tussenpersoon worden verspreid onderworpen zijn aan de voorafgaande goedkeuring door de FSMA.¹⁶⁸

Dit houdt ook in dat zij zal moeten voldoen aan diverse gedragsregelen, wettelijke verplichtingen en bovendien een goedkeuring van de FSMA zal moeten verkrijgen. Dit zou allesbehalve een incentive zijn voor dergelijke platformen. De reguleringskosten, evenals transactiekosten om dergelijk statuut te verkrijgen zijn vaak een te hoge kost voor crowdfundingplatformen. Bovendien zou men die kosten dan onrechtstreeks doorrekenen aan de KMO's en start-ups die gebruik wensen te maken van dergelijke platformen. Dit zou het concept van crowdfunding volledig tenietdoen.

II. Crowdfunding uitzondering

155. De wetgever heeft daarom in de reeds vermelde wet van 25 april 2014 een uitzondering voorzien met betrekking tot het bemiddelingsmonopolie.¹⁶⁹ Ondernemingen die zich beroepen op de crowdfunding uitzondering en voldoen aan de daar vermelde voorwaarden, zijn uitgezonderd van het monopolie. ondernemingen mogen bijgevolg in het kader van hun crowdfundingactiviteit beroep doen op niet gereguleerde entiteiten.¹⁷⁰ Dit houdt ook in dat crowdfundingplatformen geen vergunning moeten bekomen bij de FSMA.

156. – ENKEL VOOR OPENBARE VERRICHTINGEN - Bovendien mag men niet uit het oog verliezen dat deze regeling enkel speelt bij aanbiedingen die de wet als openbaar beschouwt. Indien het gaat om een private plaatsing (totale tegenwaarde minder dan 100.000 euro, enz.), zal de prospectuswet niet van toepassing zijn en dient het crowdfundingplatform geen gereguleerd statuut aan te nemen.

157. – AANBEVELING FSMA - Bovendien raadt de FSMA de promotoren eveneens aan om het publiek ook te wijzen op de risico's die verbonden zijn aan de belegging die zij promoten. Het gaat hier uiteraard niet om juridische verplichtingen, maar gezien het gezag dat de FSMA heeft, zal men hier in de praktijk wel meestal aan voldoen. Men wil immers toch op een goed blaadje staan bij de nationale toezichthouder van de financiële sector.

c. Reclame

158. Een van de gevolgen die zich voordoen, indien men onderworpen is aan het toepassingsgebied van de Prospectuswet, is dat men onderworpen is aan enkele wettelijke vereisten bij het voeren van reclame voor dergelijke transacties. Crowdfundingstransacties en de personen die dergelijke transacties uitvoeren zijn eveneens gebonden door deze vereisten.

I. Wat is reclame?

159. – DEFINITIE - Reclame wordt gedefinieerd door art. 11 van de Prospectuswet. "*Voor de toepassing van deze wet wordt onder « reclame » elke aankondiging verstaan die betrekking heeft op een specifieke openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten of op een toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling die er specifiek op gericht is de mogelijke inschrijving op of aankoop van die beleggingsinstrumenten te promoten, op welke informatiedrager ook*".¹⁷¹

160. De verplichtingen die de wet oplegt inzake reclame houden een *a priori* controle door de FSMA in. De FSMA moet eerst haar goedkeuring verlenen vooraleer enige reclame gevoerd mag worden met betrekking tot dergelijke transacties. Bovendien geldt de regeling van het Europees paspoort

¹⁶⁸ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be

¹⁶⁹ Art. 55, §2, 3° werd ingevoegd in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

¹⁷⁰ *In casu* dus de crowdfundingplatformen.

¹⁷¹ Art. 11 Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.

niet met betrekking tot reclame. Dit heeft voor gevolg dat de toezichthouder van een Lidstaat, waar men de reclame wenst te maken, steeds controle zal uitoefenen en zijn goedkeuring moet verlenen.¹⁷²

161. – RUIME INTERPRETATIE VAN ‘RECLAME’ - Het begrip reclame wordt zeer ruim gedefinieerd en omvat ook de andere documenten en berichten die betrekking hebben op een openbare aanbidding of een toelating tot de verhandeling 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.¹⁷³

Bovendien wordt in de mogelijkheid voorzien om bij Koninklijk Besluit het toepassingsgebied van de regelen inzake reclame uit te breiden tot andere categorieën van openbare aanbiddingen. Zo is er, na consultatie van de FSMA, reeds een ontwerp opgemaakt voor een Koninklijk Besluit betreffende de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten.¹⁷⁴

II. Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten.

162. – INWERKINGTREDING - Het moet allereerst worden opgemerkt dat dit Koninklijk Besluit pas in werking zal treden op 12 juni 2015.¹⁷⁵ Hoogstwaarschijnlijk zal men de inwerkingtreding uitstellen *sine dato*, omwille van het feit dat de PRIIPS-verordening dezelfde verplichtingen oplegt inzake financiële producten. Bijgevolg wil men vermijden dat er twee aanpassingen op korte termijn dienen te gebeuren.

163. – TOEPASSINGSGEBIED - Het toepassingsgebied inzake reclame wordt uitgebreid ten aanzien van de prospectuswet.¹⁷⁶ Zo vallen ook aanbiddingen die niet openbaar zijn onder het toepassingsgebied van dit Koninklijk Besluit.¹⁷⁷ Dit is relevant aangezien de meeste crowdfundingplatformen beroep doen op de uitsluiting voorzien voor de private plaatsing in de prospectuswet. Dit Koninklijk Besluit houdt in dat eenieder die reclame maakt en beroepsmatig financiële producten commercialiseert ten aanzien van niet-professionele cliënten op Belgisch grondgebied, moet voldoen aan bepaalde informatieverplichtingen. Deze informatieplicht wordt voldaan door het verstrekken van een document aan de niet-professionele cliënt (‘informatiefiche’). Met betrekking tot gereguleerde spaarrekening zal deze verplichting behouden worden.

164. – VAN TOEPASSING OP CROWDFUNDING? - Om een goed overzicht te verwerven over de vraag of crowdfundingtransacties en crowdfundingplatformen al dan niet onderworpen zijn aan deze verplichting is het van belang het toepassingsgebied van dit Koninklijk besluit te ontleden

Het begrip commercialiseren van financiële producten wordt bijzonder ruim omschreven in het Koninklijk Besluit. Zo wordt onder commercialisering verstaan: *“het voorstellen van een financieel product, ongeacht de wijze waarop dit gebeurt, om de niet-professionele cliënt of potentiële niet-*

¹⁷² Art. 57, §1, 1° en 2° Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.

¹⁷³ KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbidding van beleggingsinstrumenten”, *forum financier / droit bancaire et financier 2014/III*, Larcier, p. 127.

¹⁷⁴ Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, *BS 12 juni 2014*.

¹⁷⁵ Art. 6 Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, *BS 12 juni 2014*.

¹⁷⁶ KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbidding van beleggingsinstrumenten”, *forum financier / droit bancaire et financier 2014/III*, Larcier, p. 128.

¹⁷⁷ Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, *BS 12 juni 2014*, p.4475.

*professionele cliënt aan te zetten tot aankoop van, inschrijving op, toetreding tot, aanvaarding van, ondertekening van of opening van het financieel product.*¹⁷⁸

Wanneer we dit toepassen op het promoten van een project op een crowdfundingplatform via het internet, stellen we vast dat equity crowdfunding *prima facie* onderworpen is aan de verplichtingen vervat in dit Koninklijk Besluit. Maar art. 3, §1, 1° tot en met 3° van het Koninklijk Besluit stelt enerzijds dat er geen verplichting rust om een informatiefiche op te stellen indien het gaat om een openbaar aanbod waarvoor reeds een prospectus werd gepubliceerd in de zin van de prospectuswet. Anderzijds moet men ook geen informatiefiche opstellen indien beleggingsinstrumenten worden gecommmercialiseerd conform een private aanbieding volgens art. 3, §2 van de prospectuswet. En bovendien geldt de verplichting niet voor beleggingsinstrumenten die aangeboden worden conform art. 18, §1, j van de Prospectuswet, dat onder andere ook de uitzondering van de prospectusplicht voor crowdfunding omvat.¹⁷⁹ Bijgevolg zijn crowdfundingplatformen en projectaanbieders niet verplicht dergelijke informatiefiches op te stellen bij de commercialisering van beleggingsinstrumenten aan niet-professionele cliënten. Dit geldt zowel voor openbare aanbiedingen, als voor private aanbiedingen. Zij kunnen echter wel nog steeds vrijwillig een informatiefiche opmaken.

1.4 Conclusie

165. – OVERZICHT - Om het hele gegeven overzichtelijker te maken is een schematische voorstelling vereist.

Om aan de prospectusplicht te ontsnappen kunnen projectaanbieders:

- 1) Een private plaatsing doen in de gevallen voorzien in art. 3, § 2 van de Prospectuswet.
- 2) Zich beroepen op de uitzondering voorzien in art.18, §1, j° van de Prospectuswet. Dit stelt hun vrij van de plicht een prospectus op te stellen, mits zij voldoen aan de voorwaarden. Zij zijn echter nog onderworpen aan:
 - a. Regeling inzake bemiddelingsmonopolie.

Dit houdt in dat zij enkel beroep kunnen doen op gereguleerde entiteiten als tussenpersoon. Dit heeft voor gevolg dat crowdfundingplatformen waarop men beroep kan doen als tussenpersoon in principe een wettelijk statuut als kredietinstelling of beleggingsonderneming dienen te verkrijgen.

Maar de wet heeft hier ook een uitzondering voorzien in art 55, §2, 3° van de Prospectuswet. Het betreft een uitzondering op het bemiddelingsmonopolie. Men kan dus beroep doen op crowdfundingplatformen, zonder dat deze laatstgenoemde over een statuut moeten beschikken, in het kader van het aanbieden van beleggingsinstrumenten met toepassing van artikel 18, §1, j van de Prospectuswet

- b. Regelen inzake reclame.

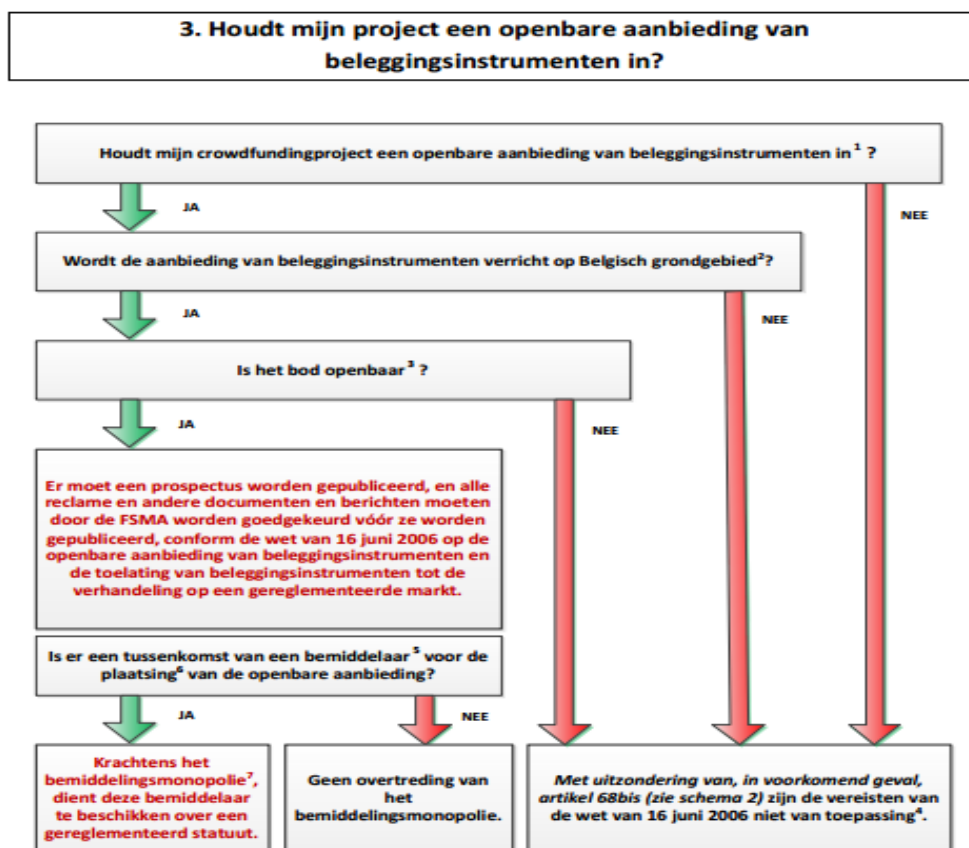
Dit houdt in dat projectaanbieders, die geen beroep doen op de private plaatsing, gehouden zijn tot het naleven van de verplichtingen inzake reclame.

166. – MEDEDELING FSMA OMTRENT CROWDFUNDING - De FSMA heeft alles verduidelijkt door schematische overzichten ter beschikking te stellen om te bepalen of de wetgeving al dan niet van toepassing is op een bepaald project. Zo heeft men ook voorzien in een handig overzicht met

¹⁷⁸ Art. 2, 1° Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, BS 12 juni 2014.

¹⁷⁹ Art. 3, §2, 1° tot 3° Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, BS 12 juni 2014.

betrekking tot de toepassing van de prospectuswet.¹⁸⁰ Er moet hier echter op gewezen worden dat het desbetreffende schema nog geen rekening gehouden heeft met de crowdfunding uitzondering voorzien in Art. 18, §1, j° van de Prospectuswet. In dat geval is er een openbare aanbieder, maar dient er geen prospectus te worden opgemaakt. Men blijft wel nog onderworpen aan de ander verplichtingen die uit de wet voortvloeien. Hetzelfde geldt ook voor het de uitzondering voorzien op het bemiddelingsmonopolie.



167. Dit heeft voor gevolg dat de meeste projectaanbieders en crowdfundingplatformen zich zullen beroepen op de private plaatsing van beleggingsinstrumenten. Dit is logisch, aangezien zij dan niet meer onderworpen zijn aan enige verplichting uit de prospectuswet. Men kan dus zeggen dat het opzet van de wetgever om het prospectusregime van crowdfunding te versoepelen, niet echt geslaagd is. Indien men toch toepassing maakt van de uitzonderingen, blijft men nog steeds onderworpen aan de wet voor bepaalde aspecten. Daarom opteert men, teneinde de flexibiliteit en lage kostprijs te bewaren, nog steeds de private plaatsing boven de uitzondering van Art. 18, §1, j° van de prospectuswet.

Wil dit dan zeggen dat men, indien men onder de magische grens blijft van 100.000 euro, helemaal niet onderworpen is aan enige wetgeving? Het antwoord hierop moet ontkennend zijn. Er is nog financiële wetgeving die van toepassing kan zijn op dergelijke transacties. Daar wordt hierna op ingegaan.¹⁸¹

¹⁸⁰ Mededeling FSMA_2012_15-4 dd. 12/07/2012, www.fsma.be.

¹⁸¹ Zie *infra* n° 170-181.

1.5 Bijzonder geval: Art. 68bis van de Prospectuswet

168. – ONTVANGEN CROWDFUNDINGPLATFORMEN TERUGBETAALBARE GELDEN? - Dit artikel heeft betrekking op de ontvangst van terugbetaalbare gelden of deposito's waarvoor men een beroep op het publiek gedaan heeft.¹⁸² Dit artikel stelt dat slechts een limitatief aantal personen en instellingen, die worden opgesomd in de wet, beroep mogen doen op het publiek om dergelijke gelden te ontvangen of in te zamelen.

169. – PUBLIEK KARAKTER - Men wordt geacht een beroep te doen op het publiek voor de ontvangst van terugbetaalbare gelden indien zich bepaalde situaties voordoen. Deze omstandigheden worden opgesomd in een Koninklijk Besluit van 9 oktober 2009.¹⁸³ Deze zijn als volgt: Men wordt geacht beroep te doen op het publiek indien volgende omstandigheden zich voordoen:

“1° door de persoon die deposito's of andere terugbetaalbare gelden beoogt te ontvangen, of in diens opdracht, worden reclamemiddelen aangewend, van welke aard ook, gericht tot meer dan 50 personen, om de werving van deposito's of andere terugbetaalbare gelden aan te kondigen of aan te bevelen;

2° de persoon die deposito's of andere terugbetaalbare gelden beoogt te ontvangen, doet rechtstreeks of onrechtstreeks een beroep op een of meer bemiddelaars;

3° door de persoon die deposito's of andere terugbetaalbare gelden beoogt te ontvangen, of voor diens rekening, worden meer dan 50 personen gesolliciteerd.”¹⁸⁴

170. – TERUGBETAALBARE GELDEN - Er bestaat geen wettelijke definitie van terugbetaalbare gelden maar in de rechtsleer is men het er over eens dat er twee kenmerken vereist zijn om te kunnen spreken van terugbetaalbare gelden. Het eerste kenmerk houdt in dat diegene die de gelden inzamelt er vrij over mag beschikken en ze voor eigen rekening mag gebruiken. Het tweede kenmerk houdt in dat de persoon die de gelden ontvangt, contractueel verplicht moet zijn tot terugbetaling in hoofdsom van het nominale bedrag van de ontvangen gelden.

171. – BEOORDELING DOOR FSMA - De FSMA is van oordeel dat art. 68bis mogelijk kan spelen in het kader van crowdfunding in twee onderscheiden gevallen.¹⁸⁵

1) In sommige gevallen kan een project pas opgestart worden wanneer een bepaald bedrag aan financiering is opgehaald. Wordt dit bedrag niet gehaald, dan worden aan de investeerders twee mogelijkheden geboden. Een eerste mogelijkheid bestaat in het herinvesteren van de gelden in een ander project. Een tweede mogelijkheid houdt in dat de betrokken gelden worden terugbetaald aan de investeerder. In de Algemene Gebruiksvoorwaarden van CroFun vinden we dit terug bij de financieringsmogelijkheden.¹⁸⁶ Een van de daar beschreven types is het 'Alles of niets' type. Dit houdt in dat de overeenkomst met de individuele investeerder slechts tot stand komt indien het doel voor 100% gerealiseerd is. Indien het doel niet voor 100% bereikt is, worden de gelden van de investeerder onmiddellijk en zonder ingebrekestelling opeisbaar.¹⁸⁷ In dit geval is de FSMA van oordeel dat Art. 68bis van de prospectuswet geen toepassing zal vinden.¹⁸⁸ Dit is omwille van het feit dat de ontvanger geen gebruik maakt van de gelden, noch daarmee voor eigen rekening handelt. Dit heeft voor gevolg

¹⁸² Art. 68bis Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten, BS 21/06/2006

¹⁸³ Koninklijk Besluit 9 oktober 2009 over het openbaar karakter van de werving van terugbetaalbare gelden, BS 23 oktober 2009.

¹⁸⁴ Art. 1 Koninklijk Besluit 9 oktober 2009 over het openbaar karakter van de werving van terugbetaalbare gelden, BS 23 oktober 2009.

¹⁸⁵ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be, p. 11.

¹⁸⁶ Art. 3.2, b Algemene gebruiksvoorwaarden CroFun.

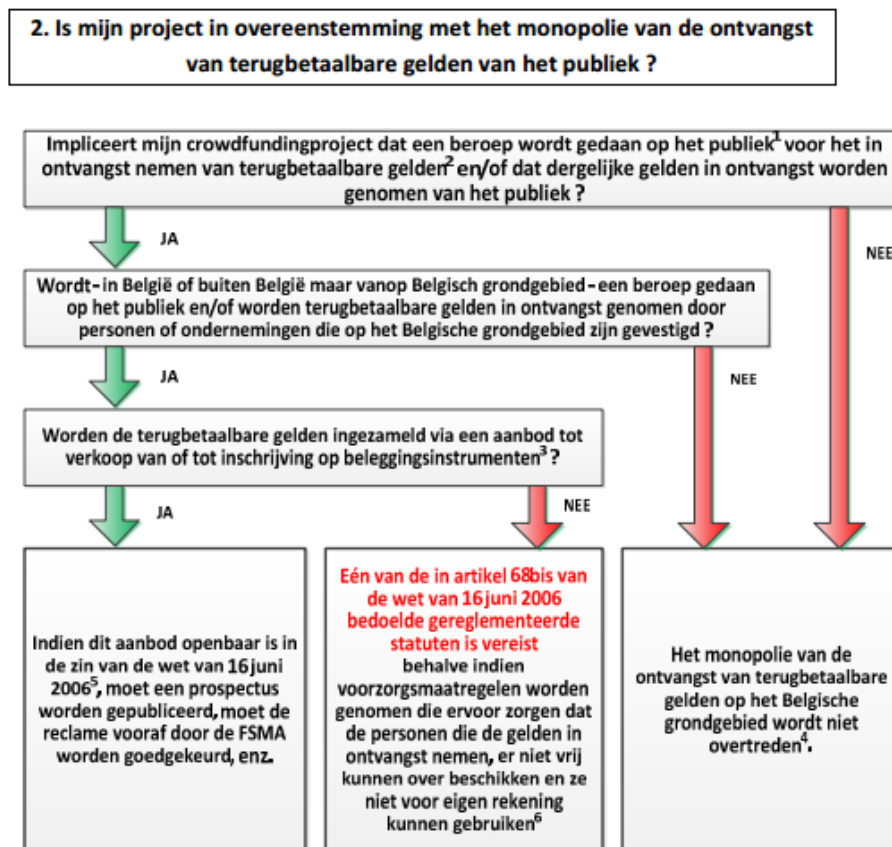
¹⁸⁷ Art. 4.5 Algemene gebruiksvoorwaarden CroFun.

¹⁸⁸ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be, p. 11.

dat men geen terugbetaalbare gelden ontvangt en dat men dus geen beroep moet doen op de instellingen of personen opgesomd in art. 68bis. Vaak zal bij deze gevallen een vzw tussenkomen om de gelden te ontvangen. Gezien de wettelijke specialiteit van een vzw, draagt dit bij tot het argument dat art.68 bis geen toepassing zal vinden.

- 2) In andere gevallen wordt een project opgesteld, specifiek met het oogmerk om een beroep op het publiek te doen voor het verwerven van terugbetaalbare gelden. Dit is het geval bij het 'lending model'.¹⁸⁹ Hierbij wordt aan het publiek gevraagd een kleine lening te verschaffen aan de projectaanbieder. Aangezien men zich hierbij richt tot internet platformen, is er zeker een publiek element aanwezig. Bovendien krijgt het betrokken platform hiervoor een vergoeding. Bijgevolg is de FSMA, naar mijn mening terecht, van oordeel dat art. 68 bis van de prospectuswet hier wel zal spelen.¹⁹⁰ Dit heeft voor gevolg dat men voor dergelijke transacties beroep zal moeten doen op de limitatief opgesomde personen en instellingen vervat in art.68bis van de Prospectuswet. Wanneer men echter een uitgifte van schuldvordering doet met inachtneming van de regels voor een openbare aanbidding (o.a. het publiceren van een goedgekeurde prospectus) dan voorziet men in een uitzondering op art.68bis.

172. Wanneer we het relevante schema van de FSMA bekijken, wordt alles overzichtelijker.¹⁹¹



¹⁸⁹ Zie *supra* n° 7.

¹⁹⁰ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be, p. 12.

¹⁹¹ Mededeling FSMA_2012_15-3 dd. 12/07/2012, www.fsma.be.

2.1 Beleggingsdienst

173. Wanneer financiële instrumenten, zoals gedefinieerd in artikel 2, 1° van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, beroepsmatig worden aangeboden door een onderneming (vb.: crowdfundingplatform), dan verricht het platform een beleggingsdienst in de zin van artikel 46 1°, 7 van de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen. Deze beleggingsdienst houdt de plaatsing van financiële instrumenten in. Dit werd bevestigd door de FSMA.¹⁹² Dit heeft voor gevolg dat zij een vergunning als beleggingsonderneming moeten verkrijgen bij de FSMA (voor vennootschappen voor vermogensbeheer of beleggingsadvies) of de NBB (voor beursvennootschappen), vooraleer zij dergelijke activiteit beroepsmatig kunnen uitoefenen. Zij kunnen niet ontsnappen aan de regulering door te argumenteren dat het om een private plaatsing gaat in de zin van art. 3, §2 van de prospectuswet. De regeling voorzien in de wet van 6 april 1995 geldt zowel voor verrichtingen die een openbaar karakter hebben, als voor de verrichtingen die geen openbaar karakter hebben. Bijgevolg zal men misschien kunnen ontsnappen aan de toepassing van de prospectuswet, maar men kan nog steeds onder het toepassingsgebied van deze wet vallen.

2.2 Financiële instrumenten

174. Allereerst moet worden opgemerkt dat in deze wet het begrip ‘financiële instrumenten’ gebruikt wordt.¹⁹³ Dit begrip moet duidelijk onderscheiden worden van het begrip ‘beleggingsinstrumenten’ vervat in de Prospectuswet. Het begrip ‘financiële instrumenten’ is enger dan het begrip ‘beleggingsinstrumenten’. Men verwijst naar de definitie in de wet van 2 augustus 2002 inzake het financieel toezicht, waar een limitatieve opsomming gegeven wordt van de elementen die men als een financieel instrument kwalificeert. Er is geen restcategorie voorzien in die opsomming, in tegenstelling tot de definitie van beleggingsinstrumenten in de prospectuswet. Dit heeft voor gevolg dat de plaatsing van beleggingsinstrumenten die geen financieel instrument zijn in de zin van deze wet, ook niet onderworpen zullen zijn aan de wettelijke verplichtingen die voortvloeien uit de wet van 6 april 1995 en de wet van 2 augustus 2002 inzake het financieel toezicht.

175. – GEVOLGEN VOOR CROWDFUNDINGPLATFORMEN – Dit heeft voor gevolg dat crowdfundingplatformen die financiële instrumenten aanbieden, een beleggingsdienst verrichten en onderworpen zullen zijn aan de wettelijke bepalingen van de wet van 6 april 1995.

2.3 Plaatsen van financiële instrumenten.

176. De wet definieert niet wat onder het plaatsen van financiële instrumenten moet worden begrepen. In de mededeling van de FSMA omtrent het wettelijk kader van crowdfunding wordt verwezen naar een jaarverslag d.d. 2004 van de toenmalige CBFA¹⁹⁴ (Commissie voor het bank-, financie- en assurantiewezen), waarin enkele vereisten worden verduidelijkt om te kunnen spreken van een plaatsing van financiële instrumenten.¹⁹⁵ Hierdoor kan die gekwalificeerd worden als een beleggingsdienst in de zin van de wet.

Allereerst moet er een uitdrukkelijke of stilzwijgende plaatsingsovereenkomst zijn tussen de emittent (de onderneming die overgaat tot een aanbieding van financiële instrumenten via

¹⁹² Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be.

¹⁹³ Art. 2, 1° Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

¹⁹⁴ Zie CBFA Verslag DC 2004, p. 57.

¹⁹⁵ Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be.

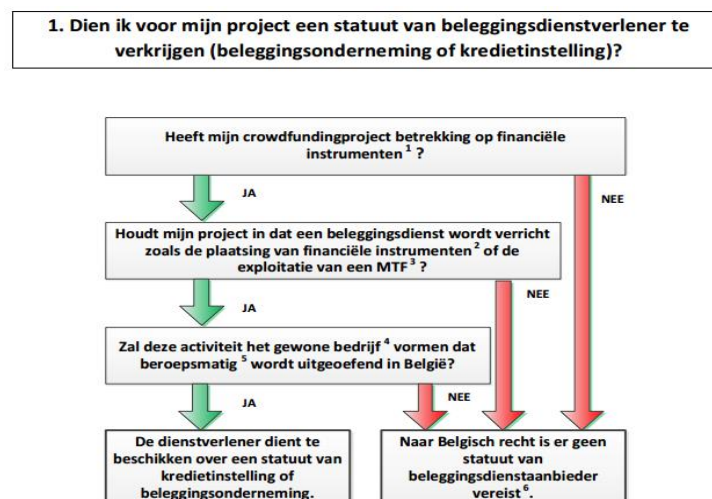
crowdfundingplatformen) en een bemiddelaar (een crowdfundingplatform). Deze overeenkomst moet beide partijen verbinden en moet er in bestaan dat de bemiddelaar voor rekening van de emittent optreedt.

Ten tweede moet er sprake zijn van een vergoeding die door de emittent aan de bemiddelaar wordt betaald. Zoals supra reeds vermeld werd, worden er door het platform bij een crowdfundingtransactie kosten aangerekend aan de emittent. Deze kosten omvatten een advertentiekost en een succeskost. Men kan dus besluiten dat die kosten een vergoeding zijn voor de prestaties van de bemiddelaar (crowdfundingplatform).

Ten derde stelt men vaak vast dat er door de bemiddelaar allerlei middelen worden aangewend om in contact te komen met investeerders of beleggers. Ook hieraan zal meestal voldaan zijn bij equity crowdfunding. Men gaat vaak reclame maken voor bepaalde aanbiedingen via internet, e-mail, enzovoort.

177. – CROWDFUNDINGPLATFORMEN ONDERWORPEN AAN DE WET? - Al deze elementen wijzen er op dat een crowdfundingplatform een beleggingsdienst verricht. Men biedt de onderneming namelijk de mogelijkheid om zijn financiële instrumenten voor te leggen aan het grote publiek (stilzwijgende of uitdrukkelijke plaatsingsovereenkomst). Het platform vraagt hier een vergoeding voor (commissie voor de bemiddeling). Bovendien maakt het platform reclame voor die aanbiedingen (bijvoorbeeld: “keuze van de redactie”, e-mail met lijst van aanbiedingen op basis van uw zoekopdrachten op de website, nieuwsbrief). Wanneer zij dus financiële instrumenten op dergelijke wijze aanbieden en daarvoor een vergoeding ontvangen, verrichten zij in principe een beleggingsdienst. Bijgevolg moeten zij een vergunning verwerven van de toezichhoudende overheid alvorens enige activiteit beroepsmatig uit te oefenen. Miskening van de bepalingen van deze wet kan zelfs leiden tot strafrechtelijke sanctionering. Dit zal er in de praktijk vaak op neer komen dat dergelijke platformen financiële producten zullen aanbieden die niet onder het begrip ‘financiële instrumenten’ vallen. Zij kunnen dan wel nog onder de prospectuswet vallen, maar men zal meestal beroep doen op de uitzondering van de private plaatsing.

178. – BEOORDELING DOOR FSMA - Ook hier heeft de FSMA voorzien in een handig schematisch overzicht met de vraag of de wet van toepassing is op een crowdfundingproject of niet.¹⁹⁶



¹⁹⁶ Mededeling FSMA_2012_15-2 dd. 12/07/2012, www.fsma.be.

3.1 Van toepassing op crowdfunding?

179. Wanneer crowdfundingplatformen een project voorstellen, dan rijst er de vraag wat er met de investeringen van de beleggers/consumenten gebeurt. Indien het platform zelf de betalingen uitvoert, daarvoor rekeningen aanhoudt voor de investeerders en gelden transiteert of overschrijft, dan moeten we rekening houden met de regeling inzake betalingsdiensten. Deze regeling vindt toepassing in de verhouding tussen betalingsdienstaanbieder en betalingsdienstgebruiker.¹⁹⁷ Deze regeling wordt opgenomen in Boek VII van het wetboek van economisch recht.

3.2 Betalingsdienst

180. – DEFINITIE – Deze definitie is opgenomen het Wetboek Economisch Recht onder art I, 9°, 1 WER.¹⁹⁸ Wanneer we de definitie in acht nemen, komen we tot de vaststelling dat crowdfundingplatformen mogelijks een betalingsdienst verrichten. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer zij in de mogelijkheid voorzien om via pc-banking giraal geld door te storten of over te schrijven op de zichtrekening van de betalingsdienstaanbieder van de verkoper.¹⁹⁹ In dat geval voeren zij namelijk betaaltransacties uit.²⁰⁰ Dit heeft voor gevolg dat zij mogelijks als betalingsdienstaanbieder gekwalificeerd kunnen worden.

3.3 Betalingsdienstaanbieder

181. Een betalingsdienstaanbieder wordt beschouwd als een rechtspersoon die betalingsdiensten verstrekt aan een betalingsdienstgebruiker en die kenmerken vertoont van één van de in de wet opgenomen limitatieve lijst van instellingen.²⁰¹ Het betreft onder meer kredietinstellingen, BPost, betalingsinstellingen, instellingen van elektronisch geld (bijvoorbeeld: PayPal²⁰², PingPing²⁰³). Dit zou voor gevolg hebben dat crowdfundingplatformen een vergunning moeten verwerven van de toezichhoudende overheid en het statuut moeten aannemen van een van de opgesomde instellingen.

182. – CROWDFUNDINGPLATFORMEN: PRAKTIJK – In de praktijk gaat men echter de betalingen laten verlopen via een derde, die reeds een vergunning verworven heeft als betalingsdienstaanbieder, en rekent men hiervoor een kleine kost door aan de projectaanbieders. In de Algemene Gebruiksvoorwaarden van CroFun wordt dit zelfs expliciet bepaald.²⁰⁴ Men gaat een beroep doen op Ogone, PayPal of Atos Worldline²⁰⁵ voor het verrichten van de betalingsdiensten.

Zo bepaalt artikel 6.3 van de gebruiksvoorwaarden:

“De elektronische betalingen via het platform CROFUN die verlopen via PayPal houden een additionele kost in tussen 1,5% en 3,4% + € 0,35 per transactie. Deze kosten worden gedragen door de projectaanbieder.

¹⁹⁷ STEENNOT, R., “Girale en elektronische betalingen”, *NJW*, 226, Mechelen, 2010,, p. 518.

¹⁹⁸ Art. I.9, 1° Wetboek Economisch recht.

¹⁹⁹ Art. I.9, 1°, c Wetboek Economisch recht.

²⁰⁰ STEENNOT, R.; BAES, T., “Wet op de betalingsdiensten: bescherming of overbescherming?”, *Financieel forum : bank- en financieel recht*, (4), 2010, p. 211-212.

²⁰¹ Art. I.9, 2° Wetboek Economisch recht.

²⁰² VERHAEGE, L., “PingPing en PayPal: juridisch kader, rechten en plichten,” Masterproef van de opleiding ‘master in de rechten’, 2012-13, http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/060/883/RUG01-002060883_2013_0001_AC.pdf, p.92.

²⁰³ STEENNOT, R., “Wet van 10 december 2009 betreffende de betalingsdiensten”, *BS* 15 januari 2010, Artikelsgewijze commentaar financieel recht, 2011, Antwerpen, Wolters Kluwer, p.12.

²⁰⁴ Art. 6.3 Algemene gebruiksvoorwaarden CroFun.

²⁰⁵ <http://www.crofun.be/nl/page/wat-kost-het>.

DEEL II: JURIDISCH KADER REWARD BASED CROWDFUNDING

185. Zoals reeds eerder werd besproken in de aanvang van deze masterproef zijn er verschillende types van crowdfunding voor handen.²⁰⁷ In het kader van dit werkstuk wordt de nadruk gelegd op twee vormen van crowdfunding die het meest gehanteerd worden door projectaanbieders.

186. – REWARD BASED CROWDFUNDING - Nadat reeds het juridisch kader van equity crowdfunding werd geanalyseerd, volgt hierna een bespreking van de meest prominent aanwezige vorm van crowdfunding. Het betreft reward based crowdfunding. Deze vorm van crowdfunding kan worden opgesplitst in twee onderdelen. Enerzijds heeft dit type betrekking op een transactie waarbij aan investeerders een bepaalde prijs wordt gegeven voor hun bijdrage aan het project. Voorbeelden hiervan zijn o.a.: het ontvangen van een gadget, de mogelijkheid deel te nemen aan het project zelf, een vermelding dat men aan het project heeft meegewerkt, enzovoort. Aan deze vorm van reward based crowdfunding wordt minder aandacht besteed.

187. – PRE-ORDERING OF PRE-SELLING - Anderzijds kan deze vorm ook investeerders behandelen als vroege klanten. In ruil voor hun bijdrage, kunnen zij een bepaald product verwerven vóór andere klanten, aan een betere prijs, enzovoort. Deze vorm noemt men ‘pre-ordering’ of ‘pre-selling crowdfunding’ (hierna: ‘pre-order crowdfunding’).²⁰⁸ De ondernemer kan zijn product dus op de markt brengen aan ene lagere prijs om te testen of het product wel degelijk in de smaak valt bij het publiek.²⁰⁹

188. De vraag rijst nu hoe dit alles past binnen het huidige rechtskader. Mag men dergelijke transacties afwickelen zonder enige wettelijke verplichting, omdat men buiten het toepassingsgebied van de wetgeving valt? Bij een overeenkomst die via het internet gesloten wordt met betrekking tot de levering van goederen of diensten, moet echter rekening gehouden worden met specifieke wetgeving ter bescherming van consumenten. Hierna wordt aandacht besteed aan de vigerende wetgeving in België (en in het verlengde daarvan: Europeesrechtelijke wetgeving). Gezien de transactie via internet verloopt, zal ook speciale aandacht uitgaan naar de extraterritoriale werking van de bestaande wetgeving. Welke wet moet de consument toepassen indien hij via crowdfunding een overeenkomst sluit met een onderneming in Amerika? Deze vraag is uitermate belangrijk in de praktijk.

189. Hierna wordt er minder aandacht besteed aan de Amerikaanse wetgeving omtrent transacties via het internet. De reden hiervoor is eenvoudig. Binnen het korte tijdsbestek voor deze masterproef, is het niet werkbaar te voorzien in een coherente bespreking van dergelijk juridisch kader. Dit is omwille van het feit dat consumentenbescherming in Amerika grotendeels statelijk geregeld wordt. Er zijn slechts enkele materies die op federaal niveau geregeld worden. Omwille van het feit dat dergelijke regeling in elke staat kan afwijken is het onmogelijk een globaal overzicht te geven binnen de context van dit werkstuk. Bijgevolg beperkt dit werkstuk zich tot de Belgische en Europese context.

²⁰⁷ Zie *supra* n° 6 t.e.m. 10

²⁰⁸ MOLLICK, ETHAN R., “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study”, *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, January, 2014, <http://ssrn.com/abstract=2088298>, p. 3.

²⁰⁹ BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd”, *Journal of Business Venturing*, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32, 9th July, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=1578175, p.4.

A. België

1. RICHTLIJN 2011/83/EU BETREFFENDE CONSUMENTENRECHTEN

190. In 2011 werd de Europese Richtlijn betreffende consumentenrechten aangenomen.²¹⁰ Hoewel de oorspronkelijke bedoeling erin bestond een volledige regeling te voorzien voor alle consumentencontracten, is de uiteindelijke tekst slechts een fractie daarvan geworden. De richtlijn bevat regelen inzake verkoop of afstand en overeenkomsten buiten verkooppunten.²¹¹ Dit heeft voor gevolg dat de Richtlijn enkel bepalingen bevat inzake de directe verkoop aan consumenten. De Richtlijn is gericht op maximale harmonisatie.²¹² Dit houdt in dat de lidstaten niet in bijkomende bescherming kunnen voorzien voor materies die binnen het geharmoniseerde gebied van de richtlijn vallen.²¹³ Bijgevolg beschikken de nationale wetgevers over weinig beleidsruimte inzake het omzetten van deze Richtlijn. Zij kunnen enkel voorzien in additionele bescherming wanneer de Richtlijn dit voorziet, met name buiten het geharmoniseerde gebied.²¹⁴ In België is deze Richtlijn omgezet in boek VI van het wetboek Economisch Recht.

191. – REGELEN OPGENOMEN IN BOEK VI WER - De Richtlijn betreffende consumentenrechten is opgenomen in boek VI. De artikelen VI.45 e.v. van het Wetboek Economisch Recht handelen over overeenkomsten op afstand, die geen betrekking hebben op financiële diensten.²¹⁵ Om een goed overzicht te verwerven of de regeling van toepassing kan zijn op crowdfundingstransacties dient er eerst een overzicht gegeven te worden van het toepassingsgebied van de Richtlijn en het wetboek economisch recht.

1.1 Toepassingsgebied

a. Personeel toepassingsgebied

192. De richtlijn inzake consumentenrechten is slechts van toepassing wanneer er een overeenkomst gesloten wordt tussen een onderneming en een consument. Om te weten of een persoon als consument gekwalificeerd kan worden bij crowdfunding verdient de inhoud van dat begrip toch wat verduidelijking. De kwalificatie als consument kan namelijk bijkomende bescherming opleveren voor de persoon die dergelijke transacties realiseert.

²¹⁰ Richtlijn 2011/83/EU van het Europees parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten, tot wijziging van Richtlijn 93/13/EEG van de Raad en van Richtlijn 1999/44/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 85/577/EEG en van Richtlijn 97/7/EG van het Europees Parlement en de Raad, *P.B.L.*2011, 304/62.

²¹¹ TERRY, E., "Richtlijn 2011/83/EU betreffende consumentenrechten - Nieuwe regels op komst voor de directe verkoop", *RW* 2012-13, afl. 24, <http://www.rw.be>, p. 922.

²¹² DESOMER, M., BALLESTER, B., "De nieuwe Richtlijn Consumentenrechten in het kort", *D.C.C.R.*, nr. 92-93, 2011, p. 244.

²¹³ STEENNOT, R., "Commentaar G art VI 45-VI63: overeenkomsten op afstand", Kluwer, Mechelen, 2014, p. 50.

²¹⁴ Art. 4 Richtlijn 2011/83/EU van het Europees parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten.

²¹⁵ De relevante bepalingen voor overeenkomsten op afstand die betrekking hebben op financiële diensten zijn terug te vinden in Art. VI. 54 e.v. WER.

I. Consument

193. – DEFINITIE - Een consument wordt gedefinieerd als een natuurlijk persoon die handelt voor doeleinden die buiten zijn bedrijfs-, handels-, ambachts- of beroepsactiviteit vallen.²¹⁶ Rechtspersonen kunnen bijgevolg niet als consument beschouwd worden.²¹⁷

194. – QUID GEMENGD GEBRUIK? - Nu zijn er tal van situaties waar een natuurlijk persoon een goed verwerft, zowel voor privé- als voor beroepsdoeleinden.²¹⁸ Wat heeft dit voor gevolgen op de kwalificatie als consument? Onder de vroegere wet marktpraktijken en consumentenbescherming sloot het gemengd gebruik de kwalificatie als consument uit. Onder de huidige regeling in boek VI kan men als consument gekwalificeerd worden indien men handelt voor doeleinden buiten zijn beroepsactiviteit. Maar waar ligt de grens om te beoordelen of iemand een goed of dienst verwerft voor privé doeleinden of beroepsdoeleinden? Het Hof heeft deze interpretatiekwesitie beslecht in het arrest Grüber.²¹⁹ Het Hof bepaalt dat men slechts als consument gekwalificeerd kan worden wanneer het professioneel gebruik verwaarloosbaar is. Maar dit is in tegenstelling tot wat de Richtlijn bedoelt. In Overweging 17 van de Richtlijn Consumentenrechten wordt namelijk bepaald dat men als consument beschouwd kan worden indien de goederen of diensten verworven worden voor overwegend privé gebruik.²²⁰ Deze laatste opvatting werd ook gevolgd door de Belgische wetgever bij het omzetten van die Richtlijn. In de memorie van toelichting wordt vermeld dat overwegend privé gebruik volstaat om als consument gekwalificeerd te kunnen worden.²²¹

II. Onderneming

195. - DEFINITIE RICHTLIJN 2011/83/EU BETREFFENDE CONSUMENTENRECHTEN - In artikel 2.2 van de Richtlijn Consumentenrechten wordt een definitie gegeven van wat men onder een professioneel moet verstaan. Het begrip in de Richtlijn werd in het Nederlands vertaald naar het begrip 'handelaar'. Een handelaar is iedere natuurlijke persoon of iedere rechtspersoon, ongeacht of deze privaat of publiek is, die met betrekking tot onder deze richtlijn vallende overeenkomsten handelt, mede via een andere persoon die namens hem of voor zijn rekening optreedt, in het kader van zijn handels-, bedrijfs-, ambachts- of beroepsactiviteit.²²² Hierbij kan dus het crowdfundingplatform beschouwd worden als de tussenpersoon die handelt in naam en voor rekening van de handelaar. Bijgevolg moet de handelaar de verplichtingen die voortvloeien uit de wet naleven, ook al is er een tussenpersoon (crowdfundingplatform) die in naam en voor rekening van de handelaar optreedt.

196. - DEFINITIE IN W.E.R. - In het Wetboek Economisch Recht is geopteerd om het begrip 'onderneming' uit het mededingingsrecht te hanteren als definitie.²²³ Bijgevolg werkt België met een ruimer begrip dan voorzien in de Richtlijn. Toch dient het begrip richtlijnconform geïnterpreteerd te worden.²²⁴ Het begrip moet ook geïnterpreteerd worden vanuit het standpunt

²¹⁶ Art. I.1, 2° Wetboek Economisch Recht;

²¹⁷ TERRY, E., "Richtlijn 2011/83/EU betreffende consumentenrechten - Nieuwe regels op komst voor de directe verkoop", *RW* 2012-13, afl. 24, <http://www.rw.be>, p.924.

²¹⁸ De zogenaamde situaties die een 'gemengd gebruik' uitmaken

²¹⁹ H.v.J. 20 januari 2005, zaak nr. C-464/01, *Gruber v. Bay Wa AG*, <http://curia.europa.eu>.

²²⁰ Overweging 17 Richtlijn 2011/83/EU van het Europees parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten, tot wijziging van Richtlijn 93/13/EEG van de Raad en van Richtlijn 1999/44/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 85/577/EEG en van Richtlijn 97/7/EG van het Europees Parlement en de Raad, *P.B.L.* 2011, 304/62.

²²¹ MvT, *Parl. St. Kamer*, 2012-2013, doc 53 2836/001, 5.

²²² Art. 2.2 Richtlijn 2011/83/EU van het Europees parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten, *P.B.L.* 2011, 304/62.

²²³ MvT, *Parl. St. Kamer*, 2009-2010, doc 52 2340/01, 36.

²²⁴ STEENNOT, R., TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p.3-61.

van de consument, aangezien deze zich in een zwakkere positie bevindt. Het Hof van Justitie interpreteert bovendien het begrip onderneming zeer ruim. Zo wordt er ook bepaald dat het irrelevant is of een onderneming een publiekrechtelijke of private instelling is. Bovendien is het ook irrelevant welke specifieke taak zij uitoefent. Zo oordeelde men in het arrest *BKK Mobil Oil* dat een ziekenfonds, belast met een taak van algemeen belang, ook als onderneming beschouwd kan worden.²²⁵

Een onderneming wordt in het Wetboek Economisch Recht dus gedefinieerd als elke natuurlijke persoon of rechtspersoon die op duurzame wijze een economisch doel nastreeft, alsmede zijn verenigingen.²²⁶

III. *Economisch doel*

197. – ECONOMISCH DOEL? - In de memorie van toelichting wordt een economische activiteit aanzien als het aanbieden van goederen of diensten op een bepaalde markt, waarbij het irrelevant is onder welke rechtsvorm dit plaatsvindt of waarbij het irrelevant is hoe de transactie gefinancierd wordt.²²⁷ Dit is wel degelijk relevant in het kader van crowdfunding. Crowdfunding is immers een methode van financiering voor het realiseren van bepaalde projecten.²²⁸ De onderneming blijft dus nog steeds onderworpen aan de regelen inzake overeenkomsten op afstand indien de transactie gefinancierd werd via crowdfunding, mits er uiteraard voldaan is aan de andere voorwaarden.

IV. *Duurzaam karakter van crowdfundingstransacties*

198. – OCCASIONEEL KARAKTER VAN CROWDFUNDINGSTRANSACTIES? - Nu kan hier discussie rijzen omtrent de vereiste van een duurzame uitoefening. Deze vereiste komt er op neer dat de onderneming zijn economisch doel met regelmaat nastreeft. Zo zal een occasionele verkoop geen duurzame wijze uitmaken. Nu kan men zich de vraag stellen of crowdfundingstransacties geen occasioneel karakter vertonen. Er zijn namelijk veel crowdfundingprojecten waar er fondsen worden opgehaald voor de ontwikkeling van één bepaald goed of idee. Kan men de projectaanbieder dan beschouwen als een natuurlijk persoon of rechtspersoon die op duurzame wijze (dus met regelmaat) een economisch doel nastreeft? Naar mijn mening zal veel afhangen van de concrete situatie. Zo kan men denken aan de situatie waar een bestaande onderneming een project aanbiedt om fondsen op te halen voor de productie van een nieuw goed dat een uitbreiding vormt van haar bestaande aanbod. In dat geval zal er wel voldaan zijn aan de vereiste van het nastreven van een economisch doel op duurzame wijze. De onderneming zal namelijk de bedoeling hebben om in de toekomst zijn aanbod nog verder uit te breiden. Bovendien produceert zij reeds gelijkaardige goederen. Anders is de situatie waarin een enkele persoon overgaat tot de ontwikkeling van een enkel goed of dienst, de financiering daarvan verwerft via crowdfunding om vervolgens, na het verkopen van een beperkte voorraad, niks meer te doen. Het gaat hier om het geval waar er slechts een occasionele verkoop plaatsvindt. De uitvinder heeft geen intentie om na deze verkoop andere producten te ontwikkelen of om een beroepsactiviteit te ontwikkelen die bestaat in de verkoop van dat goed. Naar mijn mening kan men dan vragen stellen bij de duurzaamheid. Meestal wil men met crowdfunding echter vertrekken vanuit een bepaald project om vervolgens, indien succesvol, een bedrijfsactiviteit te ontplooiën of de transacties met

²²⁵ H.v.J. 3 oktober 2013, zaak nr. C- 59/12, *BKK Mobil Oil Körperschaft des öffentlichen Rechts v Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV.*, <http://curia.europa.eu>.

²²⁶ Art. I. 1, 1° Wetboek Economisch Recht.

²²⁷ MvT, Parl. St. Kamer, 2009-2010, doc 52 2340/01, 36.

²²⁸ SCHWIENBACHER, A.; LARRALDE, B., "Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures", September 28, 2010, *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1699183>, p. 4.

regelmaat te gaan verrichten. In de praktijk zal er dus meestal voldaan zijn aan het duurzaamheidsvereiste.

V. *Kunnen vzw's beschouwd worden als ondernemingen?*

199. – QUID VZW'S? - In deze situatie dient men het criterium, van de uitoefening van een economische activiteit op duurzame wijze, toe te passen. Verkoopt een vereniging zonder winstoogmerk goederen op duurzame wijze of biedt zij regelmatig diensten aan in uitoefening van haar statutair doel, dan kan een vzw als onderneming beschouwd worden.²²⁹ Zo werd ook geoordeeld dat een vzw, die regelmatig diensten aanbood in uitoefening van haar statutair doel, als een onderneming gekwalificeerd kon worden en bijgevolg onderhevig was aan de wet marktpraktijken.²³⁰ In gevallen waarin er slechts een occasionele transactie is, kan een vereniging zonder winstoogmerk dan weer niet beschouwd worden als onderneming. Ook hier zal het afhangen van de concrete situatie. Als een v.z.w. bijvoorbeeld om de twee maanden een verkoop van goederen via crowdfunding organiseert, loopt zij het risico als onderneming gekwalificeerd te worden. Dit is relevant voor projecten die kaderen in het *social model*. Het is namelijk irrelevant welke rechtsvorm de onderneming aanneemt en welke aard zij heeft. Indien zij goederen of diensten aanbiedt op duurzame wijze, zal zij als onderneming beschouwd worden. Dit moet men ook kaderen binnen voormelde rechtspraak van het Hof Van Justitie, waarbij het Hof de neiging heeft om een universeel ondernemingsbegrip te hanteren.²³¹

b. *Materieel toepassingsgebied*

I. *Overeenkomst op afstand*

200. Vooraleer de regels inzake overeenkomst op afstand van toepassing zouden zijn, dienen er enkele voorwaarden vervuld te zijn. Om een overeenkomst te beschouwen als een overeenkomst op afstand is het vereist dat de overeenkomst gesloten werd tussen een onderneming en een consument in het kader van een georganiseerd systeem voor verkoop of dienstverlening op afstand, zonder de gelijktijdige fysieke aanwezigheid van beide partijen waarbij tot op en met inbegrip van het moment waarop de overeenkomst wordt gesloten, uitsluitend gebruik wordt gemaakt van één of meer technieken voor communicatie op afstand (telecommunicatie, e-mail, internet).²³² Sommige elementen van deze definitie dienen nader te bekeken worden omwille van hun relevantie in de context van dit werkstuk

201. – IN HET KADER VAN EEN DOOR DE ONDERNEMING GEORGANISEERD SYSTEEM? - Vroeger vereiste de wet marktpraktijken dat de overeenkomst gesloten moest worden in het kader van een door de onderneming georganiseerd systeem. De Richtlijn Consumentenrechten heeft deze vereiste weggelaten en bepaalt nu dat een onderneming toch onderworpen is aan de regulering inzake overeenkomsten op afstand, zelfs indien het georganiseerd systeem wordt georganiseerd of uitgebaat door een andere persoon dan de onderneming.²³³ In de context van dit werkstuk is dit uitermate relevant. Aangezien crowdfundingtransacties verlopen via crowdfundingplatformen en deze platformen door een derde geëxploiteerd worden, stelt de Richtlijn Consumentenrechten dat de onderneming toch gebonden is door de regelen inzake overeenkomsten op afstand.²³⁴

²²⁹ STEENNOT, R.; BOGAERT, F.; BRULOOT, D.; GOENS, D., "wet marktpraktijken", Antwerpen, Intersentia, 2011, p. 5.

²³⁰ Gent (7bis k.) 8 april 2013, 2011/AR/2317, V.Z.W. *Studiekring voor kritische evaluatie van pseudowetenschap en het paranormale/C.V.B.A. Prana Training & Coaching*.

²³¹ Zie *supra*, n° 196.

²³² Art. 1.8, 15° Wetboek Economisch Recht; zie ook: Art. 2, 7 Richtlijn Consumentenrechten.

²³³ CRUYSMANS, E.; DELFORGE, C.; DE PIERPONT, G.; DONNET, C.; NINANE, Y.; NOËL, M.-P.; STROOBANT, P.H.; VAN ZUYLEN, J., "La directive 2011/83/UE du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs", *TBBR* 2013, afl. 4, p. 190.

²³⁴ STEENNOT, R., TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p. 26.

202. - BEIDE PARTIJEN NIET IN ELKAARS FYSIEKE AANWEZIGHEID - Een tweede vereiste, die de Richtlijn vooropstelt om een overeenkomst te kwalificeren als een overeenkomst op afstand, bepaalt dat beide partijen tot op het ogenblik van het sluiten van de overeenkomst zich niet in elkaars fysieke aanwezigheid bevinden. Meestal zal bij crowdfunding voldaan zijn aan deze vereiste omdat de transacties enkel verlopen via het internet en e-mail. Om te bepalen of deze voorwaarde vervuld is, is het van belang te weten wanneer de overeenkomst eigenlijk tot stand komt. Hierbij vertrekken we van algemene beginselen, waarna er meer wordt ingegaan op de specifieke situatie van pre-ordering of pre-selling.

II. Totstandkoming overeenkomst op afstand

203. - GEMEEN RECHT - In het Belgische recht geldt als principe dat overeenkomsten *solo consensu* tot stand komen. Dit houdt in dat er een overeenkomst bestaat op het ogenblik dat er wilsovereenstemming is tussen beide partijen. Er is wilsovereenstemming wanneer het aanbod definitief aanvaard wordt door een partij. Er is een aanbod wanneer alle essentiële elementen aanwezig zijn die nodig zijn voor het sluiten van de overeenkomst, zodat de andere partij slechts hoeft te aanvaarden opdat de overeenkomst gesloten zou zijn.²³⁵ Deze aanvaarding kan uitdrukkelijk gebeuren, of stilzwijgend (bijvoorbeeld: door betaling).²³⁶ Dit laatste zal ook meestal het geval zijn bij pre-selling. De onderneming biedt een nieuw of nog te ontwikkelen product aan als tegenprestatie voor een bepaalde bijdrage. Wanneer de investeerder beslist om die bijdrage te betalen, kan dit dus aanzien worden als een aanvaarding van het aanbod geformuleerd door de onderneming. De overeenkomst is dus gesloten vanaf het ogenblik dat de bijdrage betaald wordt. Later zal worden ingegaan op de precieze situatie van crowdfunding, waarbij we zullen zien dat het crowdfunding platform bij het geval van *pre-ordering* of *reward based* crowdfunding gebruik maakt van twee overeenkomsten. Er is de donatieovereenkomst en de koopovereenkomst op afstand. Hier wordt later dieper op ingegaan.²³⁷

204. - OVEREENKOMSTEN OP AFSTAND: SUPPLETIEF RECHT - Bij een overeenkomst op afstand geldt het principe van wilsovereenstemming ook, maar dit dient genuanceerd te worden. Bij overeenkomsten op afstand geldt er als regel van suppletief recht dat de overeenkomst tot stand komt op het tijdstip waarop diegene die het aanbod geformuleerd heeft, kennis neemt of redelijkerwijze kennis kon nemen van de aanvaarding van de andere partij.²³⁸ Allereerst moet worden opgemerkt dat het een regel van suppletief recht betreft. Partijen kunnen dus afwijken van deze regeling in hun contractuele verhouding. Dit vereist wel dat partijen reeds een kaderovereenkomst gesloten hebben. Indien partijen toch opteren voor deze regel van suppletief recht te behouden, zal dit gezien de huidige stand van de techniek in de praktijk weinig relevant zijn. Meestal zal de projectaanbieder automatisch een notificatie krijgen via e-mail of smartphone op het ogenblik dat er iemand een bijdrage heeft gedaan aan het project. Het ogenblik waarop men dus redelijkerwijze kennis had kunnen nemen, zal in de meeste gevallen dus samenvallen met de werkelijke kennisname van de aanvaarding van het aanbod. Dit heeft voor gevolg dat de overeenkomst dus op dat ogenblik tot stand zal komen.

c. Territoriaal toepassingsgebied

205. Om te weten of een consument wel beroep kan doen op de regelen inzake overeenkomst op afstand in internationale context is het vereist na te gaan wat het territoriaal toepassingsgebied is inzake reward based crowdfunding. Het toepassingsgebied van de Richtlijn Consumentenrechten

²³⁵ Cass. 23 september 1969, *Arr. Cass.* 1970, 84, Pas. 1970, I, 73, noot, *RW* 1969-70, 713 en *RCJB* 1971, noot Y. MERCHIEERS.

²³⁶ DAMBRE, M., "Bijzondere overeenkomsten", Brugge, Die Keure, 2014, p. 19-21.

²³⁷ Zie *infra* n° 219 e.v.

²³⁸ Cass. 25 mei 1990, AR nr. 7158.

is eenvoudig. Deze is namelijk van toepassing in alle lidstaten van de Europese Unie. Wat er wel opmerkelijk is in deze context, is de vraag welk recht van toepassing is indien er grensoverschrijdende overeenkomsten gesloten worden met ondernemingen die gevestigd zijn in landen die geen lidstaat van de Europese Unie zijn. In die gevallen zal een beroep moeten gedaan worden op het internationaal privaatrecht dat bepaalt welk recht toepasselijk zal zijn.

I. Rome I-Verordening

206. – TERRITORIALE WERKING - Deze Verordening is slechts van toepassing op overeenkomsten waarbij er een grensoverschrijdend element aanwezig is. De overeenkomst moet dus aanknopingspunten hebben in meer dan één land, opdat de verordening van toepassing zou zijn.²³⁹ De verordening zal niet van toepassing zijn op contracten die uitsluitend in nationale context gesloten worden (bijvoorbeeld: een overeenkomst tussen een Belgische handelaar en een Belgische consument).

Hierbij is het niet vereist dat één of meerdere aanknopingspunten met de Europese Unie verbonden zijn.²⁴⁰ Het is uiteraard wel vereist dat de aangezochte rechter in dergelijke situatie een rechter van een EU-lidstaat is. Enkel die rechters zijn gebonden door de Verordening (bijvoorbeeld: een Belgische consument stapt naar een Amerikaanse rechter om een Amerikaanse onderneming te dagvaarden. De Amerikaanse rechter zal de verwijzingsregels van de verordening niet kunnen toepassen. Wanneer die Belgische consument echter naar een Belgische rechter gaat om die onderneming te dagvaarden, kan die rechter wel de verwijzingsregels toepassen). De Belgische rechter zal bevoegd zijn in drie situaties. In het geval waarin de consument de vordering instelt, zal de Belgische rechter bevoegd zijn indien de onderneming gevestigd is in België of wanneer de consument zijn woonplaats heeft in België. Wanneer er door een onderneming een vordering wordt ingesteld tegen een consument die zijn woonplaats in België heeft, is de Belgische rechter uitsluitend bevoegd.

207. - UNIVERSELE WERKING - Bovendien heeft de Verordening universele werking.²⁴¹ Dit houdt in dat het door de verordening aangewezen recht van toepassing is, ook als dat niet het recht van een lidstaat.²⁴² Dit houdt in dat de verordening ook kan bepalen dat Amerikaans of Zuid-Afrikaans recht van toepassing is.

De verordening hanteert eerst een algemene conflictenregeling, die bestaat uit een rechtskeuze en een objectieve regel. Daarnaast hanteert de verordening ook enkele bijzondere verwijzingsregels voor specifieke contracten, waaronder overeenkomsten gesloten met consumenten.

1) Rechtskeuze (Art. 3)

208. Om te bepalen welke recht van toepassing zal zijn bij een overeenkomst op afstand, moet er eerst worden nagegaan of partijen in het contract een rechtskeuze hebben gemaakt. Partijen kunnen steeds overeenkomen welk recht toepasselijk zal zijn op het contract.²⁴³ Deze keuze moet

²³⁹ DE MEYER, J. "Grensoverschrijdende Contracten: Nieuwe Verwijzingsregels in De Rome I-Verordening.", *Legal Summer 2010, Proceedings*, Kluwer, 2010, p. 7.

²⁴⁰ DE MEYER, J.; ERAUW, J., "Het Recht Van Toepassing Op Verbintenissen Uit Overeenkomst Volgens De Nieuwe Rome I-Verordening." *Nieuw Internationaal Privaatrecht : Meer Europees, Meer Globaal*, Ed. J. ERAUW & P. Taelman, Vol. 35. Mechelen, Kluwer, 2009, p. 282.

²⁴¹ Art. 2 Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).

²⁴² DE MEYER, J.; ERAUW, J., "Het Recht Van Toepassing Op Verbintenissen Uit Overeenkomst Volgens De Nieuwe Rome I-Verordening." *Nieuw Internationaal Privaatrecht : Meer Europees, Meer Globaal*, Ed. J. ERAUW & P. Taelman, Vol. 35. Mechelen, Kluwer, 2009, p. 282.

²⁴³ Art. 3 Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).

ofwel uitdrukkelijk zijn ofwel kunnen afgeleid worden uit alle omstandigheden bij het sluiten van het contract.²⁴⁴ Wanneer een onderneming een overeenkomst sluit met een consument, kan er steeds een rechtskeuze gemaakt worden, maar deze rechtskeuze mag geen afbreuk doen aan de dwingende bescherming die de consument geniet in het land waar hij zijn woonplaats heeft.

209. – RECHTSKEUZE VOOR NIET-STATELIJK RECHT ? - In de rechtspraak en rechtsleer is er enige discussie ontstaan rond de vraag of partijen kunnen kiezen voor een niet-statelijk recht (zoals het CISG, CESL). De verordening zelf bepaalt dat partijen kunnen verwijzen naar een niet-statelijk recht, maar hieruit kan bezwaarlijk een rechtskeuze worden afgeleid.²⁴⁵ Er is echter een strekking die beweert dat partijen perfect rechtsgeldig kunnen opteren voor een niet-statelijk recht dat dan van toepassing zijn op de gesloten overeenkomst. In een noot bij een vonnis van de rechtbank van koophandel worden enkele argumenten naar voor geschoven die deze strekking ondersteunen.²⁴⁶ Naar mijn mening moet het voor partijen mogelijk zijn dergelijke rechtskeuze te maken. Maar het niet-statelijk recht mag geen afbreuk doen aan de dwingende bescherming die de consument geniet op grond van het recht waar hij zijn woonplaats heeft. Er zal dus een vergelijking moeten plaatsvinden tussen het niet-statelijk recht en het recht van het land waar de consument zijn woonplaats heeft.

2) Geen rechtskeuze (Art. 4)

210. Wanneer er geen rechtskeuze gemaakt werd, geldt er een algemene verwijzingsregel die bepaalt dat het recht van het land waar de verkoper zijn gewone verblijfplaats heeft van toepassing zal zijn. Deze algemene verwijzingsregel geldt in de situatie waar er een overeenkomst wordt gesloten betreffende de verkoop van roerende zaken. Dit is het geval bij *reward based* crowdfunding. Indien er niet voldaan is aan de voorwaarden van de specifieke verwijzingsregel (vervat in art. 6) en er is bovendien geen rechtskeuze gemaakt, dan zal deze verwijzingsregel van toepassing zijn.

3) Specifieke verwijzingsregel inzake consumentenovereenkomsten (Art. 6)

211. De Rome I verordening voorziet in een specifieke verwijzingsregel inzake consumentenovereenkomsten. Deze regel is slechts van toepassing indien er voldaan is aan enkele voorwaarden.

– *Het ontplooiën/richten van activiteiten op het land van de consument*

Ten eerste is het vereist dat de onderneming zijn activiteiten ontplooit of richt op het land waar de consument zijn woonplaats heeft. Nu rest er nog de vraag wat er begrepen moet worden onder het richten van zijn activiteiten op het land van de consument. In het arrest *Pammer* van het Hof van Justitie wordt er eerst een basiscriterium ontwikkeld. Men gaat namelijk eerst kijken of de betrokken onderneming de bedoeling had te contracteren met consumenten van een betrokken land. Bovendien heeft het Hof een niet-limitatieve lijst van criteria opgenomen, op basis waarvan men oordeelt of een onderneming zijn activiteiten richt op het land van de consument.²⁴⁷ De opsomming die daar gegeven wordt is geenszins limitatief, maar geeft wel een goed beeld van welke criteria gehanteerd worden. Het internationale karakter van de activiteit, routebeschrijvingen vanuit andere lidstaten naar de plaats waar de ondernemer is gevestigd, het

²⁴⁴ De MEYER, J.; ERAUW, J., "Het Recht Van Toepassing Op Verbintenissen Uit Overeenkomst Volgens De Nieuwe Rome I-Verordening." *Nieuw Internationaal Privaatrecht : Meer Europees, Meer Globaal*, Ed. J. ERAUW & P. Taelman, Vol. 35. Mechelen, Kluwer, 2009, p. 297-298.

²⁴⁵ DE MEYER, J. "Grensoverschrijdende Contracten: Nieuwe Verwijzingsregels in De Rome I-Verordening.", *Legal Summer 2010, Proceedings*, Kluwer, 2010, p. 21.

²⁴⁶ MARYSSE, S., "Noot: Over De Rechtskeuze Bij Grensoverschrijdende Overeenkomsten Voor Het Weens Koopverdrag Als Niet-statelijk Recht Onder Het EVO-Verdrag En De Rome I-Verordening.", *TBBR*, 2013/3, p. 166.

²⁴⁷ H.v.J. 7 december 2010, zaak nr. C- 585/08 en C- 144/09, *Pammer v. Schlüter en Alpenhof v. Heller*, <http://curia.europa.eu>.

gebruik van een andere taal of munteenheid dan die welke gewoonlijk worden gebruikt in de lidstaat waar de ondernemer gevestigd is en de mogelijkheid om in die andere taal de boeking te verrichten en te bevestigen, de vermelding van een telefoonnummer met internationaal kengetal zijn voorbeelden van factoren die aanleiding kunnen geven tot de vaststelling dat een onderneming zijn activiteiten richt op het land van de woonplaats van de consument.

De loutere mogelijkheid om de website van de onderneming te kunnen raadplegen vanuit het land van de woonplaats van de consument is echter onvoldoende om te besluiten dat de onderneming haar activiteiten op dat land richt. Het gebruik van een taal of munteenheid die gewoonlijk gebruikt wordt in het land van de consument is eveneens onvoldoende. Een onderneming kan evenwel gebruik maken van een disclaimer om te bepalen tot welke landen zij zich niet richt. Het gebruik van een disclaimer wordt aanvaard, maar de onderneming zal dan wel redelijke maatregelen moeten nemen om te vermijden dat consumenten uit die landen kunnen contracteren. Het Hof heeft in het arrest *Mühlleitner* bepaald dat het niet enkel om overeenkomsten op afstand moet gaan opdat de bijzondere verwijzingsregel van toepassing zou zijn.²⁴⁸

Er wordt bovendien niet vereist dat er een causaal verband moet zijn tussen het richten van de activiteit van de onderneming op het land van de consument en het sluiten van de overeenkomst. Het bestaan van een causaal verband kan wel een aanwijzing inhouden dat de overeenkomst verband houdt met dergelijke activiteit.²⁴⁹

– *dergelijke activiteiten met ongeacht welke middelen richt op dat land of op verscheidene landen, met inbegrip van dat land*

Dit is de tweede toepassingsvoorwaarde die wordt opgelegd door art. 6 van de Rome – I Verordening. Dit houdt in dat art. 6 van toepassing is als een onderneming haar activiteiten richt op het land van de consument, ongeacht welk middel zij daarvoor gebruikt. Indien niet voldaan is aan de toepassingsvoorwaarden, wordt het toepasselijke recht vastgesteld conform art. 3 en art. 4 van de Rome I – Verordening.²⁵⁰

4) Inhoud verwijzingsregel

212. Wanneer de voorwaarden vervuld zijn, zal de bijzondere verwijzingsregel uitwerking krijgen. Deze regel bepaalt dat het recht van het land waar de consument zijn gewone verblijfplaats heeft van toepassing zal zijn. Dit werpt de vraag op of deze verwijzingsregel afbreuk doet aan de mogelijkheid van de partijen om een recht te kiezen dat van toepassing zal zijn. Dit is geenszins het geval. Partijen kunnen nog steeds rechtsgeldig een rechtskeuze maken, ook al zijn de voorwaarden van art. 6 vervuld. Er is hier wel een belangrijke correctie op. De rechtskeuze van de partijen mag geenszins afbreuk doen aan de dwingende bescherming die de consument geniet op grond van het recht dat toepasselijk is volgens de specifieke verwijzingsregel.²⁵¹ Dit komt er dus op neer dat de rechtskeuze geen afbreuk mag doen aan de dwingende bescherming waarin het eigen nationaal recht van het land van de consument voorziet.²⁵² Een onderneming heeft er dus geen baat meer bij een rechtskeuze te maken, aangezien de consument steeds de dwingende bescherming van zijn eigen land kan inroepen. Hij kan er enkel de bescherming mee verhogen.

²⁴⁸ H.v.J., 6 september 2012, zaak nr. C-190/11, *Mühlleitner v. Yusufi*. <http://curia.europa.eu>.

²⁴⁹ H.v.J. 18 oktober 2012, zaak nr. C-218/11, *Lokman Emrek v. Vlado Sabranovic*, <http://curia.europa.eu>

²⁵⁰ Art. 6.3 Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).

²⁵¹ Art. 6.2 Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).

²⁵² ROOX, K., "IPR-aspecten van grensoverschrijdende (consumenten)overeenkomsten", *Jaarboek Handelspraktijken & Mededinging*, 2007, p. 306.

Omdat het gekozen recht dan vergeleken moet worden met het recht van de consument zal procederen kostelijker worden en meer tijd in beslag nemen.²⁵³

II. CISG (*Convention on the international sale of goods*)

213. Wanneer er een overeenkomst wordt gesloten waarbij er een verkoop plaatsvindt van roerende zaken, moet er rekening gehouden worden met het Weense Koopverdrag.²⁵⁴ Dit verdrag is echter niet van toepassing op consumentenkoop. Dit verdrag is bovendien slechts van toepassing telkens er een koopovereenkomst betreffende roerende zaken wordt gesloten tussen twee handelaars die gevestigd zijn in een Staat die lid is van het verdrag.²⁵⁵

214. Zoals reeds eerder vermeld is er nog steeds discussie over het feit of partijen kunnen kiezen voor de toepassing van een niet-statelijk recht, zoals het CISG.²⁵⁶ De ene strekking gelooft dat dit mogelijk is, maar er is echter nog geen eensgezindheid over dit standpunt. Naar mijn mening moet dit mogelijk zijn. Partijen zijn namelijk vrij een rechtskeuze te maken. Dus zij moeten eveneens over de mogelijkheid beschikken om voor dergelijk recht te kiezen. Deze rechtskeuze mag er wel niet toe leiden dat er afbreuk wordt gedaan aan de dwingende bepalingen die de consument geniet op grond van het recht van het land waar hij zijn woonplaats heeft. Dit kan voordeliger zijn voor beide partijen, aangezien het Weens Koopverdrag een redelijk uitgebreide regeling bevat die internationaal aanvaard wordt. Dit kan ook voordelig zijn voor de consument die zich in de meeste gevallen in een zwakke onderhandelingspositie bevindt. Als de onderneming dan opteert voor het recht van haar land, is het mogelijk dat de consument daar helemaal niet mee vertrouwd is. Als de consument dan naar de nationale rechter van het land van de consument stapt ingevolge een wanprestatie van de onderneming, bestaat de kans dat de rechter een nationaal recht moet toepassen waar hij niet mee vertrouwd is. Het CISG kan hier dus een oplossing bieden.

1.2 Reward- based crowdfunding: hoe gaat het concreet in zijn werk?

215. – TOEPASSING OP PRE-ORDERING - Bij *reward based* crowdfunding (meer bepaald bij pre-ordering) wordt er door de projectaanbieder een bepaald roerend goed beloofd, als tegenprestatie voor de bijdrage. De investeerder wordt behandeld als een vroege klant van de onderneming.

Om dit te realiseren gebruikt het platform twee overeenkomsten die met elkaar verbonden zijn. De koopovereenkomst wordt behandeld als een *accessorium* van de hoofdovereenkomst (overeenkomst over de bijdrage/donatie). De koopovereenkomst is een bijkomend contract. Dit houdt in dat het voortbestaan en de nakoming aan een andere overeenkomst (donatieovereenkomst) gekoppeld is.²⁵⁷ Als eerste gebruikt zij de donatieovereenkomst.²⁵⁸ Deze overeenkomst behandelt de juridische omkadering van de bijdrage. Deze contractuele relatie wordt beheerst door de algemene voorwaarden van het betrokken crowdfundingplatform.

Wanneer vervolgens een projectaanbieder zich wil verbinden om een roerend goed te leveren, als tegenprestatie voor de bijdrage (dus in het geval van pre-ordering), dan wordt er in de Algemene voorwaarden van CroFun bepaald dat er een aparte koopovereenkomst dient gesloten te worden tussen projectaanbieder en investeerder.²⁵⁹ Deze overeenkomst neemt de vorm aan van een koopovereenkomst op afstand. Indien die investeerder de hoedanigheid van consument heeft, is de bijzondere beschermingsregeling van de Richtlijn consumentenrechten van toepassing. Is de

²⁵³ DE MEYER, J., "Consumeren zonder grenzen. Nieuwe regels in de Rome I-Verordening", *NJW* 2010, afl. 214, 2-14.

²⁵⁴ United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods (Vienna, 1980) (CISG).

²⁵⁵ Art. 1, 1, a United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods (Vienna, 1980) (CISG).

²⁵⁶ Zie *supra* n° 209.

²⁵⁷ VAN GERVEN, W.; COVEMAEKER, S., "Verbintenissenrecht", 2001, Leuven, Acco, p. 43.

²⁵⁸ Dit is niet te verwarren met een schenking. Het betreft gewoon de overeenkomst die de contractuele aspecten van de bijdrage regelt.

²⁵⁹ Art. 5.1 Algemene voorwaarden CroFun; Art. 1582, tweede lid BW.

investeerder daarentegen geen consument, dan zal men het gemeen kooprecht moeten toepassen. Bovendien wordt ook bepaald dat deze overeenkomst accessoir is aan de donatieovereenkomst. Dit houdt in dat, indien de projectaanbieder zich bij zijn aanbod op het platform er toe verbonden heeft roerende goederen te leveren als tegenprestatie voor de bijdrage, de aanvaarding van het aanbod door de investeerder als gevolg zal hebben dat koopovereenkomst ook tot stand zal komen. Dit is omwille van het feit dat er wilsovereenstemming is tussen beide partijen. De investeerder aanvaardt namelijk het aanbod van de projectaanbieder om te doneren tegen een bepaalde prijs, en waarbij de projectaanbieder zich accessoir verbonden heeft een roerend goed te leveren.

216. – TWEE OVEREENKOMSTEN: NODELOOS INGEWIKKELD - Dit laat naar mijn mening toch ruimte open voor discussie. Waarom dient er nog over een aparte koopovereenkomst onderhandeld te worden? In principe is er reeds wilsovereenstemming tussen de partijen bij de betaling van de bijdrage en is de overeenkomst gesloten. Naar mijn mening maakt het platform deze transactie nodeeloos ingewikkeld. Het zou beter zijn te werken met één standaard overeenkomst waarbij zowel de bijdrage als de koop geregeld worden in het geval dat het om pre-ordering gaat. Men kan dan die ene overeenkomst sluiten onder de opschortende voorwaarde in de '*all or nothing formule*'. Dit zorgt voor meer snelheid, minder transactiekosten en een vlottere afwikkeling van transacties. Bovendien vermindert hierdoor de administratieve last voor alle betrokken personen. Dit kan eenvoudig bereikt worden door te werken met standaardcontracten die voldoen aan de Europese reglementering inzake overeenkomsten op afstand gesloten met consumenten.

Een andere mogelijkheid bestaat er in het donatiecontract te behandelen als een raamcontract. De koopovereenkomst is dan een contract gesloten voor de uitvoering van dat raamcontract. Wordt de opschortende voorwaarde niet gerealiseerd, dan is het raamcontract niet opeisbaar. Bijgevolg zal ook de koopovereenkomst niet opeisbaar zijn

I. Donatieovereenkomst

217. Deze overeenkomst wordt gesloten tussen de consument en het crowdfundingplatform en is onderworpen aan de algemene voorwaarden van het betrokken crowdfundingplatform. In het geval van *reward based* crowdfunding wordt er gebruik gemaakt van twee financieringsvormen. Enerzijds is er de *all or nothing* formule en anderzijds maakt men gebruik van de formule '*flexibele financiering*'.

1) All or nothing formule

218. - OVEREENKOMST ONDER OPSCHORTENDE VOORWAARDE? - In deze formule wordt gebruik gemaakt van een opschortende voorwaarde. Dit houdt in dat de overeenkomst reeds bestaat op het ogenblik dat de investeerder het aanbod aanvaardt. In de praktijk zal dit het ogenblik zijn waarop de investeerder de bijdrage betaalt. Op dat ogenblik bestaan de rechtshandeling en de daaruit voortvloeiende verbintenissen al²⁶⁰, maar de opschortende voorwaarde zorgt er voor dat de overeenkomst slechts opeisbaar wordt op het ogenblik dat de voorwaarde zich realiseert.²⁶¹ De opschortende voorwaarde moet men hier zien als het behalen van het door de projectaanbieder vooropgesteld financieringsdoel. Indien een investeerder/consument bij vergissing de verbintenis uitvoert of betaalt kan hij steeds terugvorderen op grond van de regels inzake onverschuldigde betaling.²⁶² Haalt men dit doel niet, dan is de overeenkomst niet opeisbaar, gaat zij teniet door verval en dient de bijdrage onmiddellijk te worden teruggestort naar de investeerder en dient de projectaanbieder niet te. Wordt het doel daarentegen wel behaald, dan

²⁶⁰ Cass. 18 februari 1993, AR nr. 9314, www.cass.be.

²⁶¹ Cass. 21 januari 2001, AR nr. C960313F, www.cass.be.

²⁶² Cass. 18 juni 2007, AR nr. C.06.0116.F, www.cass.be.

kan de projectaanbieder de bedragen onmiddellijk opeisen.²⁶³ Vanaf dat ogenblik wordt er van uitgegaan dat de verbintenis nooit voorwaardelijk is geweest.²⁶⁴

219. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de verbintenissen die beide partijen aangaan m.b.t de koopovereenkomst niet tot een voorwaarde verheven kunnen worden.²⁶⁵ Dit werd door het Hof van Cassatie reeds bevestigd in verband met de opschortende voorwaarde.²⁶⁶ De verbintenissen moeten worden nagekomen en daar mogen bijgevolg geen voorwaarden aan gekoppeld zijn. Bij reward based crowdfunding zal dit meestal niet het geval zijn. De projectaanbieder verbindt er zich toe het roerend goed te leveren en de consument/investeerder verbindt er zich toe te betalen. Deze overeenkomst wordt dan gesloten onder de opschortende voorwaarde van het verkrijgen van financiering door de projectaanbieder. De opschortende voorwaarde heeft dus geen betrekking op een van de constitutieve elementen van de koop. Zij is slechts bijkomstig.

2) Flexibele financiering formule

220. Bij deze formule wordt er geen gebruik gemaakt van een opschortende voorwaarde. De overeenkomst komt tot stand en wordt opeisbaar vanaf het ogenblik dat er wilsovereenstemming ontstaat. Dit is in de praktijk het ogenblik waarop de investeerder zijn bijdrage zal leveren. Meestal zal men voor pre-ordering de eerste formule hanteren. Wanneer men deze formule hanteert is men namelijk onmiddellijk verbonden om de prestatie te leveren. Dit kan nadelig zijn voor de onderneming aangezien zij haar verbintenissen zal moeten nakomen, ook in het geval waarin er slechts een beperkt bedrag aan financiering is opgehaald.

II. *Koopovereenkomst*

221. – PRE-ORDERING ROEREND GOED OF DIENST – Deze overeenkomst wordt gesloten tussen de consument en de projectaanbieder. Het crowdfundingplatform is geen partij bij de overeenkomst. Wanneer een projectaanbieder er zich toe verbindt roerende goederen in eigendom over te dragen, als tegenprestatie voor de bijdrage van de investeerder (prijs), dan hebben we te maken met een koopovereenkomst. Deze kan bij notariële of onderhandse akte worden aangegaan.²⁶⁷ Wanneer die koopovereenkomst gesloten wordt met een consument en waarbij tot op het ogenblik van het sluiten van het contract uitsluitend gebruik wordt gemaakt van technieken voor communicatie op afstand, dan geldt er een specifiek beschermingsregime. Deze koopovereenkomst op afstand valt namelijk onder het toepassingsgebied van de Richtlijn Consumentenrechten. Deze regeling voorziet in informatieplichten enerzijds en een herroepingsrecht anderzijds.²⁶⁸ Wanneer een projectaanbieder daarentegen een dienst aanbiedt zal hij rekening moeten houden met de informatieverplichtingen opgenomen in boek III van het Wetboek Economisch Recht.²⁶⁹ Wanneer een projectaanbieder dus *reward based* crowdfunding opteert, dan moet hij voldoen aan enkele wettelijke verplichtingen. Dit is uiteraard niet het geval indien de donatieovereenkomst onderworpen is aan een opschortende voorwaarde (*all or nothing*) en deze opschortende voorwaarde niet gerealiseerd werd. In dat geval ondergaat de accessoire overeenkomst (de koopovereenkomst) hetzelfde lot conform het principe "*accessorium sequitur principale*".²⁷⁰ Hierna worden de wettelijke verplichtingen van een projectaanbieder in dergelijke situatie geanalyseerd. Hierbij wordt bij sommige elementen dieper

²⁶³ Art. 1181, tweede lid BW

²⁶⁴ Cass. 27 april 1992, AR nr. 9291.

²⁶⁵ STIJNS, S., "Verbintenissenrecht. Boek 2: de algemene leer van de verbintenis", 2009, Brugge, Die Keure, p. 186.

²⁶⁶ Cass. 8 september 2005, AR nr. C040407N, www.cass.be.

²⁶⁷ Art. 1582 BW.

²⁶⁸ STEENNOT, R., "Consumer Protection with Regard to Distance Contracts After the Transposition of the Consumer Rights Directive in Belgium and France." *R.E.D.C.* 3-4, 2013, p. 2; zie ook boek VI WER (art. VI.45 – art. VI. 63).

²⁶⁹ Art. III. 74 WER – art. III. 81 WER.

²⁷⁰ VAN GERVEN, W.; COVEMAEKER, S., "Verbintenissenrecht", 2001, Leuven, Acco, p. 43.

ingegaan op bepaalde problemen die kunnen ontstaan in het kader van het concept van reward based crowdfunding.

1) Precontractuele informatieplicht

222. - INHOUD INFORMATIEPLICHT - Vooraleer een consument gebonden is door een overeenkomst op afstand, moet de onderneming op duidelijke en begrijpelijke wijze bepaalde informatie verstrekken.²⁷¹ De onderneming zal ook informatie moeten verstrekken over de techniek van crowdfunding. Zo zal hij informatie moeten verstrekken over de wijze van betaling, de kosten voor het gebruik van crowdfunding, de leveringstermijn en de wijze van uitvoering van de overeenkomst.²⁷²

– *Informatie met betrekking tot de voornaamste kenmerken van de goederen*

Deze vereiste informatie wordt opgelegd door art. VI. 45, §1, 1° WER. De wet vereist meer uitvoerige informatie naargelang de aard van de goederen en diensten en de gebruikte techniek voor communicatie op afstand. De mate waarin informatie verstrekt moet worden naargelang de aard van de goederen en diensten, wordt beoordeeld in het licht van de vertrouwdeheid van de gemiddelde consument met het goed. Bij crowdfunding betreft het vaak goederen die nog ontwikkeld moeten worden, dus is het aangeraden zoveel mogelijk informatie te verstrekken aangezien de gemiddelde consument meestal nog niet vertrouwd zal zijn met het goed. Een tweede criterium dat gehanteerd wordt is de gebruikte techniek voor communicatie op afstand. Bij crowdfunding maakt men gebruik van een website. De projectaanbieder heeft hierbij de mogelijkheid een beschrijving van het goed, een ontwerp, een foto/video op de website te plaatsen. In die zin zal meestal wel voldaan zijn aan de vereiste dat de consument geïnformeerd moet worden over de voornaamste kenmerken van het goed.

223. Bij pre-order crowdfunding zal dus meestal voldaan zijn aan deze concrete informatieplicht. Op de website van het platform zal in dergelijke gevallen een uitvoerige beschrijving van het goed, een ontwerp/prototype en soms zelfs een video van het goed in gebruik aanwezig zijn. Dit is ook in het voordeel van de onderneming. Zoals reeds in het inleidend gedeelte werd vermeld, zorgen uitvoerige beschrijvingen en audiovisueel materiaal van het goed voor een zekere aantrekkingskracht bij de consument. Hoe uitvoeriger de informatie over het goed, hoe groter de kans is dat het project succesvol is.²⁷³

– *Informatie met betrekking tot de identiteit van de onderneming.*

224. Wanneer een projectaanbieder als onderneming beschouwd kan worden conform de Richtlijn Consumentenrechten, dan dient zij enkele basisgegevens met betrekking tot haar identiteit te verstrekken bij dergelijke transactie. Het betreft onder meer de identiteit van de onderneming, haar geografisch adres. Bovendien moet zij haar telefoonnummer, fax en e-mail adres opgeven indien deze beschikbaar zijn.²⁷⁴ Dit houdt in dat een onderneming niet verplicht wordt haar telefoonnummer ter beschikking te stellen, ook al vereist de algemene informatieplicht dit in art. VI. 2 WER. Dit is betreuenswaardig, aangezien een telefoonnummer een van de meest geschikte elementen is om de onderneming te contacteren.²⁷⁵

²⁷¹ Art. VI. 45, §1 Wetboek Economisch Recht.

²⁷² Art. VI. 45, §1 Wetboek Economisch Recht.

²⁷³ Zie *supra* n° 22 -24.

²⁷⁴ Art. VI. 45, §1, 3° Wetboek Economisch Recht.

²⁷⁵ STEENNOT, R., TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p.29.

– *Informatie met betrekking tot het herroepingsrecht.*

225. Daarnaast dient ook informatie verstrekt te worden over het al dan niet bestaan van een herroepingsrecht en onder welke voorwaarden dat recht kan worden uitgeoefend.²⁷⁶ Indien de onderneming hierover geen informatie verstrekt voordat de consument gebonden is, stelt zij zich bloot aan een sanctie. Deze sanctie bestaat in een verlenging van de bedenktijd met 12 maanden.²⁷⁷ Indien de onderneming echter binnen die twaalf maanden de bedoelde informatie alsnog verstrekt, beschikt de consument over een termijn van 14 dagen na de dag waarop hij de informatie heeft ontvangen.

– *Informatie over extra lasten en kosten*

226. Deze verplichting kadert in de informatieplicht voorzien in art. VI. 45, §1, 5° WER, die de onderneming verplicht de globale prijs van goederen en diensten te vermelden. Deze verplichting geldt ook in het geval de juiste omvang van de extra kosten niet op voorhand berekend kan worden. In dat geval dient de onderneming de wijze van berekening van dergelijke kosten mee te delen. Bij crowdfunding worden projectaanbieders vaak geconfronteerd met hogere productiekosten, omwille van de aard van de goederen. Deze kosten zijn vooraf moeilijk in te schatten. Maar de onderneming kan dan vooraf bijvoorbeeld wel meedelen op welke wijze die eventueel verhoogde productiekosten berekend zullen worden (bijvoorbeeld: extra productiekosten/ aantal geproduceerde goederen). In dat geval lijkt naar mijn mening de informatieplicht voldaan. Dit houdt natuurlijk wel een risico in voor de consument, aangezien er geen maximum van toegerekende kosten bepaald wordt. Maar deze kan natuurlijk zich nog altijd beroepen op het herroepingsrecht.

227. – SPECIFIEKE SANCTIE - Indien een onderneming geen informatie verstrekt over extra lasten en kosten, moet de consument deze lasten niet dragen.²⁷⁸ Dit is een van de specifieke sancties voorzien door de wetgever, wanneer een onderneming niet voldoet aan haar informatieverplichtingen. Dit is wel degelijk relevant, aangezien het crowdfundingplatform zich vaak zal exonereren voor de juistheid van de informatie die door de projectaanbieders wordt verstrekt. Zij oefent ook geen algemeen toezicht uit op de juistheid van de informatie.²⁷⁹ De consument beschikt dan over enkele sanctiemogelijkheden tegen de onderneming. De sanctiemogelijkheden worden later verder geanalyseerd.

– *Informatie over de wijze van betaling, levering, uitvoering, de termijn waarbinnen de onderneming zich verbindt het goed te leveren.*

228. Deze vereiste verplicht de onderneming een leverings- of uitvoeringstermijn te voorzien. Bij Crowdfunding en in het bijzonder bij pre-order crowdfunding, wordt vaak vastgesteld dat de levering van dergelijke goederen aanzienlijk later plaatsvindt, dan oorspronkelijk voorzien. Hierbij hangt het vaak af van de hoeveelheid financiering die een project geniet.²⁸⁰

229. – LEVERINGSTERMIJN BIJ PRE-ORDERING: MOGELIJKHEID TOT SCHADEVERGOEDING? - De leveringstermijn, die door de onderneming vermeld wordt, is eenzijdig verbindend en daar kan bijgevolg niet van worden afgeweken behoudens uitdrukkelijke instemming van de consument.²⁸¹ Hierbij zal een clause in de algemene voorwaarden meestal niet volstaan. In het geval dat de

²⁷⁶ Art. VI. 45, §1, 8° en 11° Wetboek Economisch Recht.

²⁷⁷ Art. VI. 48, 1° lid Wetboek Economisch recht.

²⁷⁸ Art. VI. 45, §5 Wetboek Economisch Recht.

²⁷⁹ Zie bijvoorbeeld: Art. I.8 Algemene Voorwaarden CroFun.

²⁸⁰ MOLLIK, ETHAN R., "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study", *Journal of Business Venturing, Volume 29, Issue 1*, January, 2014, <http://ssrn.com/abstract=2088298>, p. 14-15.

²⁸¹ STEENNOT, R., "commentaar G art VI 45-VI63: overeenkomsten op afstand", Kluwer, Mechelen, 2014, p. 7.

projectaanbieder verwacht dat de vermelde leveringstermijn (in praktijk op de website vermeld) zal overschreden worden, dient hij hier de consument bij het sluiten van het contract van op de hoogte te brengen. Indien de consument uitdrukkelijk instemt met de nieuwe leveringstermijn, is er geen probleem. Indien de consument echter niet instemt met de nieuwe leveringstermijn of daarvan niet op de hoogte werd gebracht, houdt de overschrijding van de oorspronkelijke termijn een contractbreuk in.²⁸² De kennisgeving en instemming kunnen plaatsvinden via e-mail, zolang de consument maar uitdrukkelijk instemt.²⁸³

Bovendien is art. VI. 43 WER van toepassing. Dit artikel bepaalt dat de onderneming de goederen moet leveren door het fysieke bezit van of de controle over de goederen onverwijld, doch in ieder geval niet later dan 30 dagen na de sluiting van de overeenkomst over te dragen aan de consument.²⁸⁴ Indien de ondernemingen de goederen niet binnen die termijn levert, verzoekt de consument die goederen te leveren binnen een aanvullende termijn die gezien de omstandigheden passend is. Indien de onderneming binnen die aanvullende termijn de goederen nog steeds niet heeft geleverd, kan de consument de overeenkomst beëindigen en moet de onderneming alle uit hoofde van de overeenkomst betaalde bedragen vergoeden.²⁸⁵ Deze verplichting geldt slechts indien er tussen partijen niks anders is overeengekomen. In de praktijk zal men vaak afwijkende bepalingen opnemen in de contractuele verhouding.

Voor andere overeenkomsten (andere dan overeenkomsten op afstand) bestaat ook een algemene verplichting tot het vermelden van een leveringstermijn.²⁸⁶

2) Informatie maakt integraal deel uit van de overeenkomst

230. Bovendien bepaalt art. VI. 45, §4 WER dat de informatie integraal deel uitmaakt van de overeenkomst op afstand en dat die niet uitdrukkelijk wordt gewijzigd, tenzij partijen bij de overeenkomst uitdrukkelijk anders overeenkomen.²⁸⁷ Deze bepaling is van groot belang voor crowdfundingstransacties die gebruik maken van reward based crowdfunding. Zoals reeds vermeld zijn er vooral problemen met de levering na het sluiten van de overeenkomst. Bij het sluiten van het contract dient een leveringstermijn vermeld te worden en deze termijn is eenzijdig verbindend voor de onderneming.²⁸⁸ Aangezien een van de onderdelen van de informatieverplichting erin bestaat dat de consument geïnformeerd moet worden over de termijn waarbinnen de onderneming zich verbindt het goed te leveren²⁸⁹, maakt die informatie bij het sluiten van de overeenkomst deel uit van het contract. Wanneer de leveringstermijn overschreden wordt, maakt dat dus bijgevolg een contractbreuk uit.

3) Wijze waarop de informatie verstrekt moet worden

231. – OP PASSENDE WIJZE, REKENING HOUDEND MET GEBRUIKTE TECHNIEK - Bovendien kan Art. VI. 45 Wetboek Economisch Recht (hierna: 'WER') niet gezien worden los van art. VI. 46, dat bepaalt op welke wijze die informatie moet verstrekt worden.²⁹⁰ Art. VI.46 WER bepaalt dat die informatie verstrekt moet worden voor de contractsluiting op een passende wijze, rekening houdend met de gebruikte techniek voor communicatie op afstand.²⁹¹ Meestal zal die informatie bij crowdfunding ter beschikking worden gesteld op de website van het platform, aangezien de consument dan nog

²⁸² STEENNOT, R., TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p.28.

²⁸³ UNGER, O., "Richtlinie über Verbraucherrechte", *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 2012, 286.

²⁸⁴ Art. VI. 43, § 1 Wetboek Economisch Recht.

²⁸⁵ Art. VI. 43, § 2 en § 3 Wetboek Economisch Recht.

²⁸⁶ Art. VI. 2 Wetboek Economisch Recht

²⁸⁷ CRUYSMANS, E.; DELFORGE, C.; DE PIERPONT, G.; DONNET, C.; NINANE, Y.; NOËL, M.-P. ; STROOBANT, P.H.; VAN ZUYLEN, J., "La directive 2011/83/UE du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs", *TBBR* 2013, afl. 4, p.193.

²⁸⁸ STEENNOT, R., "commentaar G art VI 45-VI 63: overeenkomsten op afstand", Kluwer, Mechelen,2014, p.7.

²⁸⁹ Art. VI. 45, §1, 7° Wetboek Economisch Recht.

²⁹⁰ STEENNOT, R., "commentaar G art VI 45-VI 63: overeenkomsten op afstand", Kluwer, Mechelen,2014, p.6.

²⁹¹ Art. VI. 46, §1 Wetboek Economisch Recht.

niet gebonden is. De ratio achter deze regeling houdt in dat de consument voldoende informatie moet krijgen om een geïnformeerd besluit te kunnen nemen.

232. – **BETALINGSVERPLICHTING** - Indien een overeenkomst op afstand een betalingsverplichting voor de consument inhoudt, dient de onderneming er op toe te zien dat de consument uitdrukkelijk erkent dat de bestelling een betalingsverplichting inhoudt. Hieraan zal voldaan zijn wanneer er bijvoorbeeld een knop op de website moet worden ingedrukt, waarop uitdrukkelijk staat dat de bestelling een betalingsverplichting inhoudt. Ondernemingen doen er goed aan deze verplichting na te leven, aangezien de sanctie inhoudt dat de consument niet gebonden is door de overeenkomst.²⁹²

233. – **TERRITORIALE BEPERKING EN BEPERKING BETAALMIDDELEN** - De wet vereist onder meer ook dat de websites waarop handel wordt gedreven duidelijk maken welke beperkingen gelden voor de levering en welke betaalmiddelen er aanvaard worden. Projectaanbieders die dus niet willen leveren aan een bepaald land of een bepaald betaalmiddel niet accepteren, dienen er voor te zorgen dat dit vermeld wordt op de website van het crowdfundingplatform. Anders lopen zij het risico dat consumenten uit die landen contracteren en dat de onderneming toch zijn verbintenissen moet nakomen.

4) Bevestiging van het contract

234. Indien de overeenkomst tot stand komt, dient de onderneming uiterlijk bij de levering van het goed of voor de uitvoering van de dienst een bevestiging van de gesloten overeenkomst te overhandigen aan de consument op een duurzame drager. Hierbij moet worden opgemerkt dat het Hof van Justitie een website niet beschouwd als duurzame drager.²⁹³

Deze bevestiging omvat alle informatie die conform art. VI. 45 WER moet verstrekt worden, tenzij deze informatie reeds voor het sluiten van het contract op duurzame drager werd verstrekt.

5) Herroepingsrecht

235. De consument beschikt over een termijn van 14 dagen om de overeenkomst op afstand zonder opgave van redenen te herroepen, en zonder andere kosten te moeten dragen dan die welke vermeld in art. VI. 50, §2 WER en art. VI. 51 WER zijn vermeld.²⁹⁴ Deze termijn kan niet contractueel ingekort worden.²⁹⁵

236. Men maakt een onderscheid naargelang het een overeenkomst is die betrekking heeft op een dienstverlening, dan wel op een levering van goederen. Voor dienstenovereenkomsten begint de termijn van 14 dagen te lopen vanaf de dag waarop de overeenkomst wordt gesloten. Voor verkoopovereenkomsten begint de termijn pas te lopen, vanaf het moment dat de consument, of een door hem aangewezen persoon de goederen fysiek in bezit neemt.²⁹⁶ Dit betekent dat de investeerder beschikt over een herroepingsrecht tot 14 dagen na de inbezitname van het goed. Dit zorgt er voor dat dergelijke consumenten een goede bescherming genieten in het geval van reward-based crowdfunding. Dit geeft tevens een stimulans aan ondernemingen de kwaliteit te laten voldoen aan de verwachtingen van de consument, aangezien zij anders het risico lopen dat de consument de overeenkomst zal herroepen. Aangezien de donatieovereenkomst en de verkoopovereenkomst verbonden overeenkomsten zijn, zal de herroeping van de koopovereenkomst tot gevolg hebben dat ook de donatieovereenkomst herroepen is. Dit is

²⁹² Art. VI. 46, §1 Wetboek Economisch Recht.

²⁹³ H.v.J., 5 juli 2012, zaak nr. C-49/11, *Content Services Ltd v Bundesarbeitskammer*.

²⁹⁴ Art. VI. 47 Wetboek Economisch Recht.

²⁹⁵ Brussel 1 september 2011, *Jaarboek Handelspraktijken*, 2011, p. 460.

²⁹⁶ Art. VI. 46, §2 Wetboek Economisch Recht.

logisch, aangezien men anders de situatie heeft waarin de koopovereenkomst herroepen is, maar de donatieovereenkomst nog steeds geldt.

237. De consument dient wel voor het verstrijken van de herroepingstermijn de onderneming op de hoogte te stellen van zijn beslissing de overeenkomst te herroepen.²⁹⁷ Hierbij kan hij gebruik maken van het modelformulier in de wet of hij kan ook een andere ondubbelzinnige verklaring afgeven waarin hij verklaart de overeenkomst te herroepen. De consument heeft voldaan aan zijn verplichtingen indien hij de mededeling verzendt voordat de termijn is verstreken.²⁹⁸ De bewijslast hieromtrent ligt bij de consument.²⁹⁹ Hij doet er dus goed aan een methode te gebruiken die kan bewijzen dat hij tijdig herroepen heeft (bijvoorbeeld: e-mail, aangetekende brief).³⁰⁰

6) Sancties

– *Specifieke sancties*

238. De wetgever voorziet in twee specifieke sancties. De eerste sanctie is vervat in art. VI. 45, §5 WER en bepaalt dat de consument de extra lasten en kosten niet moet dragen indien de onderneming daar geen informatie over verstrekt heeft voor het sluiten van het contract.

De tweede sanctie is verbonden aan het herroepingsrecht en ligt vervat in art. VI. 48 WER. Deze sanctie bestaat in een verlenging van de bedenktijd met 12 maanden indien de onderneming de verplichte informatie over het herroepingsrecht niet heeft verstrekt voor het sluiten van het contract. Deze sanctie geldt zowel voor de precontractuele fase als de contractuele fase.

– *Algemene sancties*

239. Bovendien bestaan er drie algemene sancties. De eerste bestaat uit schadevergoeding voor een fout. Dit kan zowel bij een miskenning van de precontractuele informatieplichten als bij een miskenning van contractuele bepalingen. De wettelijke basis is hier dan art. 1382 BW. Bij een miskenning van contractuele bepalingen, kan er ook schadevergoeding gevraagd worden wegens contractuele wanprestatie.

De tweede sancties bestaan enkel in de gevallen de inbreuk tevens een strafsanctie met zich meebrengt. Deze sancties worden opgenomen in boek XV van het WER. Hier wordt geen aandacht aan besteed in het kader van deze masterproef.

De derde sanctie die mogelijk kan ingeroepen worden is art. VI. 38 WER. Deze sanctie handelt over de overeenkomst gesloten ingevolge een oneerlijke handelspraktijk. Deze sanctie krijgt echter weinig navolging in de praktijk.

2. BIJZONDER: CONSUMENTENKOOP

240. Zoals reeds eerder vermeld, komt het bij pre-order crowdfunding vaak voor dat het goed zeer laat geleverd wordt, of dat het goed niet conform de verwachtingen van de consument is. De vraag stelt zich dan of de consument enige actie kan ondernemen en op welke basis hij zich moet of kan beroepen. Bovendien rijzen hier weer vragen omtrent de territoriale uitwerking gezien het internationaal karakter van het concept crowdfunding.

²⁹⁷ Art. VI. 49, §1 Wetboek Economisch Recht.

²⁹⁸ Art. VI. 49, §2 Wetboek Economisch Recht.

²⁹⁹ Art. VI. 49, §4 Wetboek Economisch Recht.

³⁰⁰ STEENNOT, R., TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p.37.

241. Indien de pre-order overeenkomst betrekking heeft op een consumptiegoed, kan de consument zich nog beroepen op de wettelijke regeling inzake consumentenkoop. Deze regeling voorziet in specifieke verplichtingen die worden opgelegd aan de verkoper en de koper en bestaan naast Het Weense Koopverdrag³⁰¹ en het gemeen kooprecht.³⁰² Het is dus van belang te weten wanneer de consument zich kan beroepen op een van die drie regelingen. Hierbij moet worden opgemerkt dat het Weense Koopverdrag in principe pas van toepassing zal zijn wanneer verkoper en koper gevestigd zijn in een verschillend land en de koper bij de aankoop van de zaak niet optreedt voor private doeleinden. Dit gezegd zijnde kunnen partijen nog steeds kiezen om het Weense Koopverdrag toe te passen op hun contractuele relatie, hoewel dit betwist wordt.³⁰³ De gemeenrechtelijke regeling zal slechts toepassing vinden op overeenkomsten die noch onder het Weense Koopverdrag, noch onder de bijzondere regeling inzake consumentenkoop ressorteren. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn bij een overeenkomst tussen twee Belgische ondernemingen. Indien de overeenkomst gesloten wordt tussen een Belgische en een Duitse onderneming, moet rekening gehouden worden met het Weense Koopverdrag.

242. Wat het territoriaal toepassingsgebied betreft heeft de wetgever voorzien in een specifieke bescherming van de consument bij een consumentenkoopovereenkomst. Indien er een beding in de overeenkomst wordt opgenomen die een rechtskeuze inhoudt voor het recht van een land dat geen lidstaat is van de Europese Unie, dient er worden nagegaan, of bij gebreke van dergelijk beding volgens de regels van het internationaal privaatrecht (*in casu* dus Rome I) het recht van een lidstaat van toepassing zou zijn. Is dit het geval moet de rechter een vergelijking maken tussen het gekozen recht en het objectief toepasselijke recht. Indien het objectief toepasselijke recht een hogere bescherming biedt dan het gekozen recht inzake consumentenkoop, dan is het rechtskeuzebeding nietig.³⁰⁴ Dit zal naar mijn mening ook zo zijn indien er een rechtskeuzebeding is waarin de keuze voor een niet-statelijk recht wordt opgenomen. Dergelijke rechtskeuze is enkel toelaatbaar indien er geen afbreuk wordt gedaan aan de dwingende bepalingen van het recht van het land waar de consument zijn woonplaats heeft. Deze bepaling zorgt er dus voor dat Europese consumenten zich steeds kunnen beroepen op deze regeling.³⁰⁵

243. Deze regeling zal vooral relevant zijn wanneer er een goed geleverd wordt dat niet in overeenstemming is met de overeenkomst. De wet legt namelijk aan de verkoper de verplichting op een goed te leveren dat in overeenstemming is met de overeenkomst. Er worden ook enkele criteria opgesomd aan de hand waarvan men oordeelt of het goed al dan niet in overeenstemming is met wat overeengekomen was.³⁰⁶

Deze criteria bepalen dat het goed geacht wordt in overeenstemming te zijn met de overeenkomst indien het:

- in overeenstemming is met de door de verkoper gegeven beschrijving ervan en de eigenschappen bezit van de goederen die de verkoper als monster of model heeft getoond.
- geschikt is voor elk bijzonder door de consument gewenst gebruik dat deze aan de verkoper bij het sluiten van de overeenkomst heeft meegedeeld en dat de verkoper heeft aanvaard
- geschikt is voor het gebruik waartoe goederen van dezelfde soort gewoonlijk dienen en

³⁰¹ United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods (Vienna, 1980) (CISG), B.S. 1 juli 1997.

³⁰² STEENNOT, R. m.m.v. DEJONGHE, S., "Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken", Antwerpen, *Intersentia*, 2008, p. 516.

³⁰³ Zie *supra* n° 211.

³⁰⁴ Art. 1649 octies, lid 2 Burgerlijk Wetboek.

³⁰⁵ STEENNOT, R. m.m.v. DEJONGHE, S., "Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken", Antwerpen, *Intersentia*, 2008, p. 554-555.

³⁰⁶ Art. 1649ter §1 Burgerlijk Wetboek.

- de kwaliteit en de prestaties biedt die voor de goederen van dezelfde soort normaal zijn en die de consument redelijkerwijs mag verwachten, gelet op de aard van het goed en op de eventuele door de verkoper, de producent of diens vertegenwoordiger publieke gedane mededelingen of de bijzondere kenmerken ervan namelijk bij de reclame en etikettering.

244. - TOEPASSING BIJ PRE-ORDER CROWDFUNDING - Vooral de eerste en de laatste vereiste kunnen aanleiding geven tot betwisting van de conformiteit van het goed in het kader van pre order crowdfunding. Wanneer de verkoper op de crowdfunding website zijn product uitvoerig omschrijft, beeld- of filmmateriaal bijvoegt of zelfs bepaalde kenmerken in de verf zet, loopt hij het risico dat het goed als niet-conform zal beschouwd worden indien het goed de te verwachten kwaliteit of de in de verf gezette kenmerken niet bezit. Zo kan men bijvoorbeeld denken aan een nieuw ontwerp voor een draagbare koelkast met een radio er in. Indien de radio meteen stukgaat doordat er vocht van de koelkast doorsijpelt, zal men naar mijn mening geneigd zijn het goed te kwalificeren als niet conform de overeenkomst. Een consument mag immers, gezien de uitvoerige reclame, redelijkerwijs verwachten dat beide componenten zullen werken.

245. Indien een goed als niet conform de overeenkomst gekwalificeerd wordt, kan de koper de verkoper aansprakelijk stellen voor elk gebrek dat bestaat bij de levering van het goed en dat zich manifesteert binnen een termijn van twee jaar na de levering van het goed.³⁰⁷ De consument beschikt over enkele sancties, waarbij er een bepaalde hiërarchie gehanteerd wordt.³⁰⁸ Hij kan kiezen tussen het kosteloze herstel of vervanging van het goed, de passende prijsvermindering of de ontbinding. Indien de consument de ontbinding van het koopcontract inroept, zal dit automatisch een impact hebben op de donatieovereenkomst. Deze overeenkomst zal dan ook ontbonden worden en de consument zal alle betaalde bedragen terug verkrijgen. De wettelijke regeling geeft echter de voorkeur aan het herstel in natura (kosteloze herstel of vervanging).

³⁰⁷ Art. 1649 quater Burgerlijk Wetboek.

³⁰⁸ Art. 1649 quinquies Burgerlijk Wetboek.

DEEL III: CONCLUSIE

246. - RECHTSZEKERHEID VOOR DE CONSUMENT? - Nu we het gamma aan toepasselijke wetgeving geanalyseerd en toegepast hebben op het concept crowdfunding, kunnen we concluderen dat crowdfunding een schip is dat meerdere juridische zeeën bevaart. De diversiteit en flexibiliteit van het mechanisme zorgt er voor dat er rekening dient gehouden te worden met wetgeving uit verschillende sectoren van de maatschappij. Daarbij moet telkens aandacht besteed worden aan het concrete toepassingsgebied, zowel op personeel, materieel en territoriaal vlak. Bijgevolg kunnen we concluderen dat het juridisch kader rondom crowdfunding chaotisch en wijd verspreid is. Zo moet men bij equity crowdfunding rekening houden met de prospectuswetgeving, de wet inzake het statuut van beleggingsondernemingen, enzovoort. Bij reward based crowdfunding, moet men op Europees vlak dan weer rekening houden met de aard van de tegenpartij. Is de investeerder consument, dan dient regeling inzake overeenkomsten op afstand gerespecteerd te worden. Is de investeerder een professioneel, dan dient toepassing gemaakt te worden van het gemeen recht. Deze situatie zorgt voor een complex geheel aan juridische regelen die voor een ongeschoolde jurist (de meeste consumenten, maar ook kleine KMO's) een onontwaaarbaar geheel vormt. In de V.S. en in verschillende lidstaten van de Europese Unie, heeft men reeds pogingen ondernomen om een duidelijker kader te scheppen. In beide gevallen werd telkens het doel niet bereikt. Veel verder dan een amendering van bestaande wetgeving is men niet gekomen. Dit is naar mijn mening niet de manier om tegemoet te komen aan de eisen die crowdfunding stelt.

247. Ten eerste moet er duidelijkheid zijn omtrent de juridische omkadering. Zoals eerder vermeld ontbreekt deze duidelijkheid momenteel omtrent crowdfunding. Enerzijds is dit omwille van het feit dat op crowdfunding platformen noch een informatieplicht, noch de verplichting om de aan hun geleverde informatie te controleren, rust. De informatie voorzien in een prospectus zou hieraan tegemoetkomen, maar de meeste ondernemingen/projectaanbieders prefereren een private plaatsing (omwille van te zware regulering en hoge kosten), waardoor er geen prospectus moet worden opgesteld. Anderzijds is dit ook te wijten aan het feit dat consumenten niet op de hoogte zijn van de rechten waarover zij beschikken bij bepaalde crowdfundingstransacties. Bijgevolg tast de consument in het duister omtrent zijn rechten. Aangezien de lage bedragen die men vaak investeert, zal men vaak geen beroep doen op een jurist vooraleer men dergelijke transacties aangaat. Wanneer het misgaat, zal diezelfde beweegreden er toe leiden dat de consument hoogstwaarschijnlijk geen verdere stappen zal nemen. De kosten van een procedure wegen namelijk niet op tegen de bedragen die men geïnvesteerd heeft. Dit mag geenszins de bedoeling zijn. Daarom is het dan ook wenselijk preventief op te treden om dergelijke situaties te vermijden. Men moet naar mijn mening voorzien in een onderzoek plicht voor crowdfundingplatformen. Daarmee wordt de plicht opgelegd te onderzoeken of de betrokken informatie, verstrekt door de projectaanbieder klopt. Ook wenselijk is het informeren van de investeerder over zijn rechten bij de specifieke vorm van crowdfunding die hij wenst aan te gaan. Zo zal men de balans, tussen de lage kostprijs en flexibiliteit van crowdfunding enerzijds en de bescherming van de consument anderzijds, in evenwicht kunnen houden.

248. - HARMONISATIE ALS OPLOSSING? - Nu we vastgesteld hebben dat het geheel aan toepasselijke wetgeving een enorm spinnenweb vormt, vanwege de diversiteit van het concept crowdfunding, lijkt een harmonisatie van wetgeving een logische stap. Maar zoals eerder vermeld, wensen alle betrokken actoren zo soepel mogelijk te acteren buiten de wetgeving om. De onderliggende motieven zijn: het vermijden van al te hoge kosten, vermijden van zware juridische plichten en snelle afwikkeling van transacties. Maar om dit te rijmen met het bestaande niveau van consumentenbescherming en andere toepasselijke wetgeving is er echter naar mijn mening meer vereist dan wat momenteel voorzien is.

249. – NADRUK OP INFORMEREN VAN DE CONSUMENT OM SOEPELHEID EN LAGE KOST TE BEHOUDEN - Zoals eerder vermeld zijn de twee belangrijkste elementen die momenteel ontbreken de duidelijkheid rondom de juridische situatie van crowdfunding, en het informeren van de consument. Wat dit laatste betreft moet echter worden opgemerkt dat bij reward based crowdfunding waarbij er een contract op afstand wordt gesloten tussen een onderneming en een consument, wel al reeds voorzien is in bepaalde informatieplichten. Het probleem is echter dat de consument niet op de hoogte is van het feit dat die wetgeving op die transactie van toepassing is. Men denkt dat crowdfunding een abstract begrip is waarvoor specifieke regels gelden. Dit is echter allesbehalve waar, waardoor de nood aan meer duidelijke, bondige en korte informatie zich opdringt.

250. Indien men zou opteren voor harmonisatie, lijkt dit bovendien slechts tot stand te zullen komen binnen een relatief lange tijdspanne en slechts indien er ook voldoende politieke wil aanwezig is. Dit is omwille van het feit dat er onderhandeld dient te worden met 28 lidstaten, er tot een akkoord dient gekomen te worden en eventueel nationale wetgeving dient te worden aangepast. Men zou bijvoorbeeld net zoals in de Verenigde Staten een statuut kunnen uitwerken voor crowdfundingplatformen en deze onder toezicht plaatsen van de Europese centrale toezichthouder. Maar dan valt er te verwachten dat de platformen aan bepaalde vereisten zullen moeten doen inzake kapitaal, vergunningen, wetgeving e.d. .

251. - REEDS BESTAANDE VEILIGHEIDSMEECHANISMEN VOOR DE CONSUMENT – Het moet eveneens worden opgemerkt dat bepaalde contractuele elementen van crowdfunding reeds zorgen voor voldoende bescherming voor de investeerders, buiten de wet om. Voorbeelden hiervan zijn: het feit dat men in de V.S. gebruik maakt van een escrow overeenkomst, de financieringsdrempel bepaald in de all or nothing formule, het feit dat crowdfundingplatformen gelden laten transiteren via erkende en vergunde betalingsdienstaanbieders. Deze elementen zorgen voor een zekere bescherming, terwijl zij tevens ook instaan voor het behoud van de flexibiliteit van het mechanisme van crowdfunding. Bijgevolg kunnen deze naar mijn mening dan ook behouden blijven. Wanneer we deze namelijk kunnen combineren met het informeren van de consument en het scheppen van duidelijkheid omtrent het juridisch kader, zal men een win- win situatie voor handen hebben. De doelstellingen van het concept crowdfunding blijven behouden, terwijl de consument op afdoende wijze wordt beschermd.

252. – SAMENGEVAT - Samengevat komt het er op neer dat de huidige situatie van de wetgeving allerm minst duidelijkheid scheidt, vooral omwille van het brede gamma aan regulering waarmee de consument weinig vertrouwd is. Hierbij zal een wetgevende ingreep vaak niet aangewezen zijn, daar de kosten zullen stijgen en de soepelheid van het concept potentieel verloren kan gaan. Het zou beter passen een duidelijk, coherent overzicht te geven van alle rechten van de betrokken partijen voordat men gebonden is. Zo kan men denken aan een gelijkaardig initiatief van de Europese commissie inzake de rechten van vliegtuigpassagiers. Daar ontwikkelde men een applicatie waar op duidelijke wijze de rechten van passagiers in hun specifieke situatie eenvoudig te raadplegen is. In het kader van crowdfunding kan men iets gelijkaardigs ontwikkelen, zoals bepaalde software, die dan ter beschikking gesteld wordt van de platformen. Zo behoudt men de lage kosten, terwijl de consument weet welke actie hij kan ondernemen wanneer het fout gaat en op welke wetgeving hij zich kan beroepen.

HOOFDSTUK IV: WAT NU IN DE TOEKOMST?

253. Crowdfunding blijft aan belang winnen. De voordelen voor de Europese economie zijn alleszins niet te onderschatten. In het tijdperk na de crisis is het belangrijk voor ondernemingen op een zo soepel mogelijke wijze de nodige financiering te verwerven. Crowdfunding kan daarin mogelijks een rol spelen. Dit heeft voor gevolg dat er zeker aandacht besteed zal moeten worden aan het juridisch kader rondom crowdfunding. Momenteel is er in Europa een organisatie actief die zich inzet om crowdfunding te promoten en ook de aandacht van de Europese wetgever tracht te trekken, teneinde te komen tot een juridisch kader.³⁰⁹

Wat is nu te verwachten rondom crowdfunding in de toekomst? Het antwoord is nog enigszins onduidelijk. Hoewel er reeds onderzoeken gebeuren vanuit Europees perspectief en er reeds enkele lidstaten zijn die bepaalde regels hebben ingevoerd ten voordele van crowdfunding, zal het naar mijn mening nog een afzienbare periode duren vooraleer het overgrote deel van de lidstaten voor de kar van crowdfunding gespannen kan worden. Bovendien is naar mijn mening een regulering van het concept niet levensnoodzakelijk. Er bestaat immers een risico dat het concept volledig verloren gaat.

A. Europese JOBS Act?

254. Hoewel de doelstelling van de JOBS Act enigszins aansloot bij de noden van crowdfunding, werd deze uiteindelijk niet bereikt. Dit is deels omwille van het feit dat de JOBS act overhaast werd opgesteld en anderzijds omdat de voorziene amenderingen niet naadloos aansloten bij het concept. Er waren bijgevolg ook heel wat onduidelijkheden, wat leidde tot vele interpretatiekwesaties in het kader van de bestaande wetgeving. Dit alles leidt tot meer onzekerheid omtrent de rechtspositie. Indien men dergelijke verordening op punt zou zetten, dient er rekening gehouden te worden met bestaande wetgeving zowel op Europees niveau als op nationaal niveau. Indien men overhaast te werk gaat, loopt men het risico dezelfde weg in te slaan als de Amerikaanse wetgever.

Daarom is er naar mijn mening weinig heil te verwachten in een Europese variant. Het concept is namelijk zo breed en divers, dat het bijna onmogelijk is een allesomvattend juridisch kader te ontwerpen. Bovendien zouden de kosten stijgen en zou de soepelheid afnemen.

B. Prospectusrichtlijn van toepassing maken?

255. Dit is naar mijn mening niet de goede oplossing om een kader te scheppen voor crowdfunding. Deze oplossing heeft twee enorme nadelen die het crowdfunding gegarandeerd de das zullen omdoen. Ten eerste is de plicht tot het opstellen van een prospectus een kostelijke aangelegenheid. Onderneming doen net beroep op crowdfunding om aan deze plicht te ontsnappen. Ten tweede zou de flexibiliteit van het concept volledig verloren gaan. Momenteel is men niet onderworpen aan de prospectuswetgeving omdat men een beroep doet op de private plaatsing. Een mogelijkheid is om speciaal voor crowdfunding die grens te verhogen, maar waar wordt de lijn getrokken en onder welke voorwaarden dient dit te gebeuren? De uitzondering voorzien door de Belgische wetgeving sluit ook niet aan bij de noden van de betrokken actoren. Er hoeft geen prospectus opgesteld te worden, maar men blijft onderworpen aan andere aspecten van de prospectuswet. Dit is naar mijn mening een reeds complexe regulering nog ingewikkelder maken door situaties te voorzien waar verschillende bepalingen nu wel, dan weer niet van

³⁰⁹ De organisatie heet 'European Crowdfunding Network' en promoot crowdfunding op talloze evenementen en stimuleert de Europese Commissie om verder onderzoek te doen.

toepassing zijn. Bijgevolg kan de uitbreiding van de prospectusrichtlijn ook geen goede mogelijkheid zijn voor crowdfunding te stimuleren. Bovendien zou dit initiatief slechts van toepassing zijn op de crowdfundingstransacties in het model van equity crowdfunding.

HOOFDSTUK V: BIBLIOGRAFIE

RECHTSLEER

1. AERNOUDT, R., "Business Angels: The Smartest Money for Starters? Plea for a Renewed Policy Focus on Business Angels", *International Journal of Business*, Vol. 10, No. 3, 2005, <http://ssrn.com/abstract=778426>, p. 271-284
2. BARITOT, JACQUES F., "Increasing Protection for Crowdfunding Investors under the JOBS Act", *U.C. Davis Bus. L.J.*, Vol. 13, 2012-2013, www.Heinonline.org, p. 259-282.
3. BARRY, B. CHRISTOPHER; MUSCARELLA, J. CHRIS; VETSUYPENS, R. MICHAEL; PEAVY III, W. JOHN, "The role of venture capital in the creation of public companies, evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, volume 77, 1990, p.447-471.
4. BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, Forthcoming; CORE Discussion Paper No. 2011/32, 9th July, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=1578175, p.45.
5. BERNARD S. BLACK; RONALD J. GIBSON, "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of financial economics*, vol.47 (3), 15th march 1998, <http://ssrn.com/abstract=46909>, p. 243 - 277.
6. BOGAERTS, S.; CLERCKX, B.; D'HONDT, P.; GOLLIER, J-M.; VAN BEVER, L.; VANDERHEYDEN, K., "Openbare aanbiedingen en prospectus : de wet van 16 juni 2006", Brugge, Vanden Broele, 2007, p.336.
7. BRADFORD, STEVEN C., "Crowdfunding and the federal securities laws", March 9th, 2012, *Columbia Business Law Review*, vol. 2012., no.1, <http://ssrn.com/abstract=1916184>, p. 1-150.
8. BRADFORD, STEVEN C., "The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled", *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 40, No. 3, Fall 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066088>, p.195-249.
9. CHOI, STEPHEN J.; PRITCHARD, A.C., "Securities regulation: cases and analysis", third edition, Foundation Press, 2012, p. 842.
10. COHN, STUART R., "The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution", *Florida Law Review*, May 24th, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2066016>, p. 16.
11. CRUYSMANS, E.; DELFORGE, C.; DE PIERPONT, G.; DONNET, C.; NINANE, Y.; NOËL, M.-P. ; STROOBANT, P.H.; VAN ZUYLEN, J., "La directive 2011/83/UE du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs", *TBBR* 2013, afl. 4, p.174-207.
12. DAMBRE, M., "Bijzondere overeenkomsten", Brugge, Die Keure, 2014, p.533.
13. DAMODARAN, A., "Valuing Young, Start-Up and Growth Companies": Estimation Issues and Valuation Challenges, June 12th, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1418687>, p. 67.
14. DAVILA, A.; FOSTERA, G.; GUPTAB, M., "Venture capital financing and the growth of startup firms", *Journal of Business Venturing*, Volume 18, Issue 6, November 2003, p. 689-708.
15. DE GRAEVE, A., "Openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten: leve de harmonisatie!", *TVW* 2006, afl. 3, p.354-357.
16. DE MEYER, J. "Grensoverschrijdende Contracten: Nieuwe Verwijzingsregels in De Rome I-Verordening.", *Legal Summer 2010, Proceedings*, Kluwer, 2010, p. 87.
17. DE MEYER, J., "Consumenten zonder grenzen. Nieuwe regels in de Rome I-Verordening", *NJW* 2010, afl. 214, 2-14.
18. DE MEYER, J.; ERAUW, J., "Het Recht Van Toepassing Op Verbintenissen Uit Overeenkomst Volgens De Nieuwe Rome I- Verordening." *Nieuw Internationaal Privaatrecht : Meer Europees, Meer Globaal*, Ed. J. ERAUW & P. TAELEMAN, Vol. 35. Mechelen, Kluwer, 2009, p. 275-332.
19. DESOMER, M.; BALLESTER, B., "De nieuwe Richtlijn Consumentenrechten in het kort", *D.C.C.R.*, nr. 3, 2011, p.243-250.
20. DITTMER, J.; MCCAHERY, JOSEPH A.; VERMEULEN, P. M. E., "The 'New' Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms", November 20, 2013, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2013-7, Tilburg Law School Research Paper No. 021/2013, <http://ssrn.com/abstract=2357771>, p.39.
21. GEORGE A. AKERLOF, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3., August, 1970, <http://links.jstor.org>, pp. 488-500.
22. GIUDICI, G.; NAVA, R.; LAMASTRA ROSSI, C.; VERECONDO, C., "Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?", October 5th, 2012, http://ssrn.com/abstract_id=2157429, p. 13.
23. GOMPERS, P.; LERNER, J., "The venture capital cycle", Cambridge, *the MIT press*, 1998.
24. GOMPERS, P.; LERNER, J., "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No.2, 2001, <http://www.jstor.org/stable/2696596>, pp. 145-168,
25. GOMPERS, P.; LERNER, J., "What Drives Venture Capital Fundraising?" January, 1999, <http://ssrn.com/abstract=57935>, p. 48.
26. HAKENES, H.; SCHLEGEL, F., "Exploiting the Financial Wisdom of the Crowd - Crowdfunding as a Tool to Aggregate Vague Information", 2014, <http://ssrn.com/abstract=2475025>, p. 31.

27. HAZEN, THOMAS L., "Crowdfunding or fraudfunding? social networks and the securities laws-why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *North Carolina Law Review*, Volume 90, 2011-2012, <http://heinonline.org>, p. 1735-1770.
28. HELLMANN, THOMAS F.; PURI, M., "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", May, 1999, *Sauder School of Business Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=173655>, p. 43.
29. HEMINWAY, JOAN M., "Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the 'Crowd' ", June, 2014, 38 *Vt. L. Rev.* 827 (2014), University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 242. <http://ssrn.com/abstract=2435757>, p. 23.
30. HEMINWAY, JOAN M., "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the Crowdfund Act", June 18th, 2013, *UC Davis Business Law Journal*, Vol. 13, <http://ssrn.com/abstract=2293248>, p. 30.
31. HEMINWAY, JOAN M.; HOFFMAN, SHELDEN R., "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933", January 16, 2012, *Tennessee Law Review*, Vol. 78 (2011), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 154*, <http://ssrn.com/abstract=1875584>, p. 880-961.
32. HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?" October 8, 2014, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=2401515>, p. 20.
33. HOWE, J., "The rise of Crowdsourcing", *Wire Magazine*, June 2006.
34. JENG, DANIEL H., "The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection", December 28th, 2012, http://ssrn.com/abstract_id=2238624, p. 32.
35. JENG, LESLIE A.; WELLS, PHILIPPE C., "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries", May, 1998, <http://ssrn.com/abstract=103948>, p. 72.
36. KIERSZENBAUM, S.; VAN DEN WIELE, W., "Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele 'capita selecta' in verband met de aanbidding van beleggingsinstrumenten", forum financier / droit bancaire et financier/III, *Larcier*, p.99-147.
37. KLEIN, TOBIAS J.; LAMBERTZ, C.; STAHL, KONRAD O., "Market Transparency, Adverse Selection, and Moral Hazard", December 31, 2013, *CESifo Working Paper Series No. 4552*, <http://ssrn.com/abstract=2382441>, p. 46.
38. LANDEMORE, HELENE E., "Majority Rule and the Wisdom of Crowds: the Task-Specificity of Majority Rule as a Predictive Tool", August 17, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1660577>, p. 36.
39. MARTIN, THOMAS A., "The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd", April 12th, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, p. 34.
40. MARYSSE, S., "Noot: Over De Rechtskeuze Bij Grensoverschrijdende Overeenkomsten Voor Het Weens Koopverdrag Als Niet-staatelijk Recht Onder Het EVO-Verdrag En De Rome I-Verordening.", *TBBR*, 2013/3, p.162-167.
41. MENDOZA M., J.; VERMEULEN P.M., E., "The new venture capital cycle (part II) the importance of private secondary market liquidity", *Lex Research Topics In Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011*, 3rd may, 2011, http://ssrn.com/abstract_id=1829835, p. 39.
42. METRICK, A.; YASUDA, A., "Venture Capital and the Finance of Innovation", September, 2010, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2010, <http://ssrn.com/abstract=929145>, p. 44.
43. MOLLICK, ETHAN R., "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study ", *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, January, 2014, <http://ssrn.com/abstract=2088298>, p. 1-16.
44. MOLLICK, ETHAN R.; NANDA, R., "Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts", June 20, 2014, *Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 14-116*, <http://ssrn.com/abstract=2443114>, p. 44.
45. PEETERS, J.; VAN DYCK, T.; TISON, M. (ed.), "De inhoud van het prospectus onder het nieuwe prospectusregime – op zoek naar een beginselenbenadering" in "Belgisch Kapitaalmarkt op Europese Leest: IFR-dagen 2006", Antwerpen, Intersentia, 2007, p.199-248.
46. POETZ, MARION K.; SCHREIER, M., "The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas?", *Journal of Product Innovation Management*, Forthcoming, December 17, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1566903>, p. 37.
47. RAMADANI, V., "Business Angels - Who They Really Are?" November 13, 2009, *Strategic Change: Briefings on Entrepreneurial Finance*, Vol. 18, Nos. 7-8, Chichester: John Wiley and Sons, November, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1300422>, p. 249-258.
48. ROOX, K., "IPR-aspecten van grensoverschrijdende (consumenten)overeenkomsten", *Jaarboek Handelspraktijken & Mededinging*, 2007, p. 303-307.
49. SCHWIENBACHER, A.; LARRALDE, B., "Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures", September 28, 2010, *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1699183>, p. 23.
50. SMITH KIHOLM, J.; SMITH L., R., "Entrepreneurial finance", *John Wiley & Sons*, 2004, p. 615.
51. STEENNOT, R. m.m.v. DEJONGHE, S., "Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken", Antwerpen, *Intersentia*, 2008, p. 628.
52. STEENNOT, R., "commentaar G art VI 45-VI63: overeenkomsten op afstand", Kluwer, Mechelen, 2014, p.50.
53. STEENNOT, R., "De bescherming van de consument van financiële diensten", *D.C.C.R.*, 2013, juli-december, p.165-179.
54. STEENNOT, R., "Girale en elektronische betalingen", *NJW*, 226, Mechelen, 2010, p. 518-537.

55. STEENNOT, R., "Wet van 10 december 2009 betreffende de betalingsdiensten", *BS* 15 januari 2010, Artikelsgewijze commentaar financieel recht, Antwerpen, Wolters Kluwer, 2011, p. 1-242.
56. STEENNOT, R., "Consumer Protection with Regard to Distance Contracts After the Transposition of the Consumer Rights Directive in Belgium and France." *R.E.D.C.* 3-4, 2013, p. 415-458.
57. STEENNOT, R.; BAES, T., "Wet op de betalingsdiensten: bescherming of overbescherming?", *Financieel forum : bank- en financieel recht*, (4), 2010, p. 208-239.
58. STEENNOT, R.; BOGAERT, F.; BRULOOT, D.; GOENS, D., "wet marktpraktijken", Antwerpen, Intersentia, 2011, p. 226.
59. STEENNOT, R.; TERRY, E., "De nieuwe bepalingen uit boek VI van het wetboek economisch recht: een eerste commentaar", *D.C.C.R.*, nr. 104, 2014, p. 3-61.
60. STEMLER, R. ABBEY, "The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses", *Business Horizons*, Volume 56, Issue 3, May-June, 2013, www.sciencedirect.com, p. 271-275.
61. STIJNS, S., "Verbintenissenrecht. Boek 2: de algemene leer van de verbintenis", 2009, Brugge, Die Keure, p. 186.
62. STUYCK, J., "Handels- en economisch recht. 2 : Mededingingsrecht. A. Handelspraktijken", 3^e ed., Mechelen, Kluwer, 2013, p.556.
63. SUROWIECKI, J., "The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few", *Abacus*, 2004.
64. TERRY, E., "Bedenkrijden in het consumentenrecht", Antwerpen, Intersentia, 2008, p. 562 e.v.
65. TERRY, E., "Richtlijn 2011/83/EU betreffende consumentenrechten - Nieuwe regels op komst voor de directe verkoop", *RW* 2012-13, afl. 24, <http://www.rw.be>, p.922.
66. UNGER, O., "Richtlinie über Verbraucherrechte", *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, 2012, p. 286.
67. VAN DEN STEEN, L., "Het begrip 'effecten' in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglemeenteerde markt", in *X*, *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, I. Effecten, A. Uitgifte en notering, Art. 5 W. 16 juni 2006, p. 17
68. VAN DYCK, T., "De geharmoniseerde prospectusplicht: kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingen in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland", 2010, Brugge, Die Keure, p. 813.
69. VAN GERVEN, W.; COVEMAEKER, S., "Verbintenissenrecht", 2001, Leuven, Acco, p. 495.
70. VERHAEGE, L., "PingPing en PayPal: juridisch kader, rechten en plichten," Masterproef van de opleiding 'master in de rechten', 2012-13, http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/060/883/RUG01-002060883_2013_0001_AC.pdf, p.92.
71. VERMEULEN P.M., E.; MCCAHERY A., J., "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting" ,*Law Working Paper N° 213/2013*, May, 2013, http://ssrn.com/abstract_id=2215896, p. 34.
72. WINAND, E., "Warranties, moral hazard, and the lemons problem", *Journal of Economic Theory*, Volume 46, Issue 1, October, 1988, <http://www.sciencedirect.com>, p.16-33.

WETGEVING EN VOORBEREIDENDE WERKEN

1. Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).
2. United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods (Vienna, 1980) (CISG), *B.S.* 1 juli 1997.
3. JOBS- act (jumpstart our business startup - act), 5th of april 2012, <http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>
4. Securities Exchange Act of 1934, as amended through P.L. 112-158, approved august 10th, 2012, www.sec.gov.
5. Securities Act of 1933, as amended through P.L. 112-158, approved august 10th, 2012, www.sec.gov.
6. Richtlijn 2011/83/EU van het Europees parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten, tot wijziging van Richtlijn 93/13/EEG van de Raad en van Richtlijn 1999/44/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 85/577/EEG en van Richtlijn 97/7/EG van het Europees Parlement en de Raad, *P.B.L.* 2011, 304/62.
7. Richtlijn 2010/73/EU van het Europees parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglemeenteerde markt zijn toegelaten
8. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (MIFID).
9. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2003, afl. 345, 64-89.

10. Wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, *BS* 7 mei 2014.
11. Boek VII Wetboek Economisch Recht, *BS* 14 augustus 2013.
12. Wet van 17 juli 2013 tot wijziging, met het oog op de omzetting van de richtlijnen 2010/73/EU en 2010/78/EU, van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en houdende diverse bepalingen en van de wet van 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, en houdende diverse bepalingen, *BS* 6 augustus 2013.
13. Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, *BS* 21 juni 2006, <http://www.ejustice.just.fgov.be>
14. Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002.
15. Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, *BS* 3 juni 1995.
16. Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, *BS* 12 juni 2014.
17. Koninklijk Besluit 9 oktober 2009 over het openbaar karakter van de werving van terugbetaalbare gelden, *BS* 23 oktober 2009.
18. MvT, *Parl. St. Kamer*, 2012-2013, doc 53 2836/001, 5.
19. MvT, *Parl. St. Kamer*, 2009-2010, doc 52 2340/01, 36.
20. Mededeling FSMA_2012_15 dd. 12/07/2012, www.fsma.be geraadpleegd op 31/10/13
21. CBFA Verslag DC 2004, p. 57.
22. U.S. Code

RECHTSPRAAK

1. H.v.J. 3 oktober 2013, zaak nr. C- 59/12, *BKK Mobil Oil Körperschaft des öffentlichen Rechts v Zentrale zur Bekämpfung unlauteren Wettbewerbs eV.*, <http://curia.europa.eu>.
2. H.v.J. 7 december 2010, zaak nr. C- 585/08 en C- 144/09, *Pammer v. Schlüter en Alpenhof v. Heller*, <http://curia.europa.eu>.
3. H.v.J. 18 oktober 2012, zaak nr. C-218/11, *Lokman Emrek v. Vlado Sabranovic*, <http://curia.europa.eu>.
4. H.v.J. 6 september 2012, zaak nr. C-190/11, *Mühlleitner v. Yusufi*. <http://curia.europa.eu>.
5. H.v.J. 5 juli 2012, zaak nr. C-49/11, *Content Services Ltd v Bundesarbeitskammer*, <http://curia.europa.eu>.
6. H.v.J. 20 januari 2005, zaak nr. C-464/01, *Gruber v. Bay Wa AG*, <http://curia.europa.eu>.
7. Cass. 18 juni 2007, AR nr. C.06.0116.F, www.cass.be.
8. Cass. 8 september 2005, AR nr. C040407N, www.cass.be.
9. Cass. 21 januari 2001, AR nr. C960313F, www.cass.be.
10. Cass. 18 februari 1993, AR nr. 9314., www.cass.be.
11. Cass. 27 april 1992, AR nr. 9291., www.cass.be.
12. Cass. 25 mei 1990, AR nr. 7158., www.cass.be.
13. Cass. 23 september 1969, *Arr.Cass.* 1970, 84, Pas. 1970, I, 73, noot, RW 1969-70, 713 en RCJB 1971, noot Y. MERCHIEERS.
14. Gent (7bis k.) 8 april 2013, 2011/AR/2317, V.Z.W. *Studiekring voor kritische evaluatie van pseudowetenschap en het paranormale/C.V.B.A. Prana Training & Coaching*.
15. Brussel 1 september 2011, *Jaarboek Handelspraktijken*, 2011, p. 460.
16. *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S., 56, 65 (1990)
17. *S.E.C. v. W.J. Howey co.*, 328 U.S., 293, 298-99 (1946)

