

Faculteit Rechtsgeleerdheid
Universiteit Gent

Academiejaar 2014-2015

EQUITY CROWDFUNDING

**Een evenwicht tussen flexibele financiering en
investeerdersbescherming**

Masterproef van de opleiding
'Master in de rechten'

Ingediend door

Pieter Lavens

(studentennr. 01003230)

Promotor: Prof. Dr. Christoph Van der Elst
Commissaris: mevrouw Ines Vandevelde

Faculteit Rechtsgeleerdheid
Universiteit Gent

Academiejaar 2014-2015

EQUITY CROWDFUNDING

**Een evenwicht tussen flexibele financiering en
investeerdersbescherming**

Masterproef van de opleiding
‘Master in de rechten’

Ingediend door

Pieter Lavens

(studentennr. 01003230)

Promotor: Prof. Dr. Christoph Van der Elst
Commissaris: mevrouw Ines Vandevelde

VOORWOORD

Deze masterproef is het sluitstuk van mijn rechtenopleiding aan de rechtenfaculteit van de Universiteit Gent. Ik wil dan ook graag Prof. Dr. Van der Elst en mevrouw Vandevelde bedanken om mij als promotor respectievelijk als commissaris te willen begeleiden bij het schrijven van deze masterproef. Ik ben hen erg dankbaar voor alle vrijheid die ik heb gekregen bij het bepalen van mijn onderwerp en bij de uitwerking ervan. Daardoor heb ik mijzelf kunnen testen en uitdagen, en kan ik zeggen dat deze masterproef het werk is van mijn eigen inspanningen en denkwerk.

Daarnaast wil ik ook mijn ouders, zussen en tweelingbroer bedanken voor alle steun die ze mij gedurende de voorbije vijf jaar in het algemeen, en de afgelopen zes maanden in het bijzonder, hebben gegeven.

15 mei 2015

Pieter Lavens

INHOUDSTAFEL

Voorwoord	I
Inhoudstafel	III
Inleiding.....	1
Hoofdstuk I: Situering van equity crowdfunding	4
§1 Crowdfunding als overkoepelende term	4
§2 Verschillende verschijningsvormen van crowdfunding	6
2.1. Donaties (<i>donation-based crowdfunding</i>).....	7
2.2. Investerings met niet-financiële tegenprestatie (<i>rewards-based crowdfunding sensu lato</i>)	7
A. Koop-verkopen (<i>pre-purchase or pre-sale crowdfunding</i>).....	8
B. Beloningen (<i>rewards-based crowdfunding sensu stricto</i>).....	9
2.3. Leningen (<i>lending-based crowdfunding</i>)	10
A. Sociale leningen	10
B. Leningen met interest.....	11
2.4. Financiële participaties (<i>investment-based crowdfunding</i>)	11
A. Loutere participaties in de winst van de onderneming (<i>revenue or profit sharing crowdfunding</i>)	11
B. Participaties in het kapitaal van de onderneming (<i>equity crowdfunding</i>).....	13
2.5. Overzicht	14
§3 Ontstaan, opkomst en verdere ontwikkeling van equity crowdfunding	15
3.1. Ontstaan van <i>equity crowdfunding</i>	15
3.2. Noodzaak aan een wettelijk kader voor <i>equity crowdfunding</i>	16
3.3. Reeds doorgevoerde inspanningen	18
A. Vrijstelling van prospectusplicht	18
B. Uitzondering op bemiddelingsmonopolie.....	19
3.4. Toekomstige regulering van <i>equity crowdfunding</i>	20
§4 Conclusie Hoofdstuk I.....	21
Hoofdstuk II: Huidig Belgisch kader voor equity crowdfunding	22
§1 Financiële regelgeving onder het toezicht van de FSMA.....	22
1.1. De prospectuswet	23
A. Ratio legis	23

B.	Toepassingsgebied en implicaties voor <i>equity crowdfunding</i>	25
a)	Uitzonderingen op het toepassingsgebied	26
b)	Prospectusplicht	30
c)	Reclame en andere documenten met betrekking tot de openbare aanbieding	30
d)	Bemiddelingsmonopolie.....	31
e)	Artikel 68 <i>bis</i> van de prospectuswet.....	33
C.	Conclusie.....	35
1.2.	De wet op de beleggingsondernemingen	35
A.	Toepassingsgebied en implicaties voor <i>equity crowdfunding</i>	36
a)	Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen	38
b)	Het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten	38
c)	Het verlenen van beleggingsadvies	40
d)	Het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie en het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie	42
e)	Het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten	43
B.	Conclusie.....	43
1.3.	De wet op de betalingsinstellingen.....	44
A.	Toepassingsgebied en implicaties voor <i>equity crowdfunding</i>	44
B.	Conclusie.....	45
§2	Andere regelgeving.....	45
2.1.	Het consumentenrecht	45
A.	Toepassingsgebied en implicaties voor <i>equity crowdfunding</i>	45
B.	Conclusie.....	47
2.2.	Bepalingen van toepassing op het sluiten van contracten langs elektronische weg.....	48
§3	Conclusie Hoofdstuk II	49
Hoofdstuk III: Posities van de actoren in het equity crowdfunding proces en mogelijkheid voor regulering		
		50
§1	De investeerders.....	50
1.1.	Risico's verbonden aan <i>equity crowdfunding</i>	52
1.2.	Mogelijke beschermingsmechanismen	55
A.	Minimale informatieplichten	55
B.	Kwalitatieve beoordelingen of <i>merit review</i>	59

C.	Gedagsregels of <i>substantive regulation</i>	61
a)	Wiens gedrag wordt gereguleerd.....	62
i.	De investeerders	62
ii.	De ondernemers.....	63
iii.	De <i>equity crowdfunding</i> platformen.....	63
b)	Welk gedrag wordt vereist en verboden.....	65
D.	Class actions.....	65
1.3.	Crowd wisdom	66
§2	De ondernemers.....	68
§3	De equity crowdfunding platformen	69
3.1.	Een apart statuut als <i>equity crowdfunding</i> platform.....	71
A.	De Amerikaanse Funding Portals	71
a)	Een nieuw statuut	71
b)	De vereisten opgelegd door de JOBS Act en door de SEC.....	73
c)	Beoordeling van het Amerikaanse statuut	78
B.	Een Belgisch statuut voor <i>equity crowdfunding</i> platformen.....	80
a)	Een <i>light</i> versie van het Amerikaanse statuut van <i>Funding Portal</i> : het statuut van <i>Equity Crowdfunding Platform</i>	81
i.	Verboden activiteiten.....	81
ii.	Registratieplicht.....	82
iii.	Informatieplicht	82
iv.	Financiële vormingsplicht	83
v.	<i>Due diligence</i> plicht.....	83
vi.	Betalingsprocedure	84
vii.	Verbod op participatie door het <i>equity crowdfunding</i> platform	85
viii.	Conclusie	85
b)	De sanctionering van de opgelegde gedragsregels.....	86
c)	Een meer flexibel maar zwakker alternatief.....	88
3.2.	Een <i>equity crowdfunding</i> platform als <i>underwriter of lead manager</i>	88
3.3.	De vennootschapsrechtelijke regeling van <i>equity crowdfunding</i>	90
§4	Conclusie Hoofdstuk III	91
Hoofdstuk IV:	Vennootschapsrechtelijke aspecten van equity crowdfunding.....	92
§1	Oprichting van een vennootschap via equity crowdfunding.....	92
1.1.	Verschijnen van de investeerders via een authentieke of onderhandse volmacht.....	93

A.	Een bijzondere en uitdrukkelijke volmacht	94
B.	Oprichtersaansprakelijkheid.....	95
1.2.	Oprichting van een NV door middel van inschrijvingen	96
A.	Beschrijving van de procedure in het Wetboek van Vennootschappen.....	97
a)	Fase 1: De initiatiefnemende ondernemers bij de notaris	97
b)	Fase 2: De inschrijvingsbiljetten	98
c)	Fase 3: De initiatiefnemende ondernemers en de geïnteresseerde investeerders bij de notaris.....	99
B.	Nut van deze procedure in het kader van het <i>equity crowdfunding</i> proces.....	101
C.	Implicaties voor het statuut en de gedragsregels opgelegd aan <i>equity crowdfunding</i> platformen	102
1.3.	Conclusie.....	104
§2	Vennootschapsrechtelijke regelingen gericht op de ondernemers of op de investeerders ...	104
2.1.	Regeling van aandeelhoudersrechten met behoud van controle bij <i>equity crowdfunding</i>	104
A.	Vennootschapsrechtelijke maatregelen om de controle te behouden	105
a)	Verwerven van de meerderheid van de aandelen	105
b)	Uitgifte van aandelen zonder stemrecht	106
c)	Uitgifte van winstbewijzen	107
d)	Commanditaire vennootschap op aandelen (Comm. VA)	108
B.	Evaluatie van de mogelijkheden	109
2.2.	Beperkte liquiditeit van de aandelen bij <i>equity crowdfunding</i>	110
2.3.	Economische verwatering bij een volgende financieringsronde en uitsluiting bij een overname na succesvolle <i>equity crowdfunding</i>	111
A.	Economische verwatering door het aantrekken van nieuw kapitaal	112
B.	Uitsluiting bij een overname	113
§3	Conclusie Hoofdstuk IV	116
Hoofdstuk V: een Europees kader	117	
§1	Geografische aspecten van <i>equity crowdfunding</i>.....	117
§2	Europese initiatieven.....	119
§3	Conclusie Hoofdstuk V	120
Conclusie	121	
Bibliografie.....	124	

INLEIDING

“While all our ancient beliefs are tottering and disappearing, while the old pillars of society are giving way one by one, the power of the crowd is the only force that nothing menaces, and of which the prestige is continually on the increase. The age we are about to enter will in truth be the era of crowds.”¹

Gustave Le Bon

1. Zoals uit het citaat van LE BON blijkt, leven we in een tijdperk waarin ‘het volk’, ‘*the crowd*’ centraal staat. Het onderwerp van deze masterproef sluit hier naadloos bij aan. Deze masterproef behandelt namelijk een aantal aspecten van *equity crowdfunding*, een specifieke vorm van het fenomeen *crowdfunding*. *Crowdfunding* is een actueel thema dat de laatste twee jaar regelmatig aan bod kwam in de media.² Bovendien stelde de regering in het regeerakkoord van 9 oktober 2014 dat ze zich zal inspannen om de financiering van projecten en ondernemingen via *crowdfunding* verder te stimuleren en de activiteiten van *crowdfunding* platformen beter te omkaderen.³ Daarenboven wordt de specifieke vorm *equity crowdfunding* gezien als een alternatieve financieringswijze voor KMO’s en *start-ups* die na de financiële crisis moeilijk financiële steun vinden.⁴ Op die manier heeft *equity crowdfunding* de potentie om te zorgen voor jobcreatie en economische groei.⁵ Het hoeft dan ook geen betoog dat een masterproef over dit onderwerp maatschappelijk relevant is.

2. Hoewel *equity crowdfunding* heel actueel is, bestaat er op dit moment in België geen duidelijk juridisch kader dat het *equity crowdfunding* proces regelt. Deze masterproef heeft tot doel om na te gaan welke reglementering naar positief recht moet worden toegepast, of een aangepaste regelgeving noodzakelijk is en, zo ja, hoe die dan best wordt uitgewerkt.

3. De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef is dan ook: **Is er nood aan specifieke**

¹ Citaat van G. LE BON, in K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European
² Zie oa (chronologisch): M. VAN MELCKEBEKE, “KBC lanceert crowdfundingplatform”, *De Tijd* 27 september 2014, 15; B. STAES, “Heel Gent slaat aan het crowdfunden”, *De Standaard* 18 februari 2015, 32; D. DE SMET, “Crowdfunding wint eindelijk vaart”, *De Standaard* 11 maart 2015, 27; D. DE SMET, “Crowdfunding lukt alleen als je idee leeft”, *De Standaard* 14-15 maart 2015, E8-E9; F. DECEUNYNCK, “Kleine belegger wordt business angel”, *De Standaard* 4-5-6 april 2015, E10.

³ Federaal regeerakkoord van 9 oktober 2014, [http://www.premier.be/sites/default/files/articles/accord_de_Gouvernement - Regeerakkoord.pdf](http://www.premier.be/sites/default/files/articles/accord_de_Gouvernement_-_Regeerakkoord.pdf), 88-89.

⁴ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288-289.

⁵ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 289.

equity crowdfunding wetgeving en, zo ja, hoe moet die wetgeving dan worden uitgewerkt? Om een antwoord te vinden op deze centrale onderzoeksvraag, wordt ze verdeeld in vijf subvragen, waarbij elk hoofdstuk een subvraag behandelt.

Om te weten in welk kader *equity crowdfunding* moet worden gezien, is het ten eerste nuttig om *equity crowdfunding* te plaatsen onder het fenomeen *crowdfunding* in het algemeen. De eerste subvraag is: **Wat houdt het fenomeen *crowdfunding* in het algemeen in en welke varianten bestaan er naast *equity crowdfunding*?** In hoofdstuk I wordt aldus bekeken wat *crowdfunding* in zijn algemene betekenis inhoudt en wat, naast *equity crowdfunding* de verschillende verschijningsvormen zijn. Als laatste onderdeel van hoofdstuk I wordt de ontstaansgeschiedenis, de opkomst en de verdere ontwikkeling van *equity crowdfunding* besproken.

Om te oordelen of specifieke *equity crowdfunding* wetgeving noodzakelijk is, moet worden bestudeerd welke wetgeving op dit moment van toepassing is op *equity crowdfunding*. De tweede subvraag luidt als volgt: **Wat is het huidig juridisch kader voor *equity crowdfunding* in België?** In hoofdstuk II wordt bijgevolg het huidige Belgische kader voor *equity crowdfunding* besproken.

Indien wordt vastgesteld dat de huidige reglementering niet volstaat, dan rijst ten derde de vraag hoe een specifieke *equity crowdfunding* wetgeving dan best wordt uitgewerkt. De derde subvraag luidt dus: **Hoe ziet een specifieke *equity crowdfunding* wetgeving er best uit en wat houdt die in?** In hoofdstuk III wordt, vertrekkende vanuit de posities van de verschillende actoren bij het *equity crowdfunding* proces, bestudeerd wat de mogelijkheden zijn om een *equity crowdfunding* reglementering in te voeren. Daarbij wordt onder andere ook aandacht besteed aan de risico's die *equity crowdfunding* met zich meebrengt voor investeerders en aan de regulering van de Amerikaanse *funding portals*.

Aangezien de praktische invulling van *equity crowdfunding* wordt beïnvloed door het vennootschapsrecht, is het noodzakelijk om te kijken hoe *equity crowdfunding* vennootschapsrechtelijk verloopt. De vierde subvraag is dan ook: **Zijn er vennootschapsrechtelijke aspecten waarmee rekening moet worden gehouden bij *equity crowdfunding*?** In hoofdstuk IV worden een aantal vennootschapsrechtelijke regelingen besproken waarmee investeerders, ondernemers en *equity crowdfunding* platformen rekening moeten houden. Zo wordt aandacht besteed aan hoe een vennootschap kan worden opgericht bij *equity crowdfunding*, hoe de ondernemers de controle kunnen behouden over de verdere ontwikkeling van hun idee en hoe investeerders kunnen

worden beschermd tegen het risico dat zij bij een succesvol *equity crowdfunding* project toch geen financiële return zouden ontvangen.

Ten slotte rijst de vraag of het nuttig zou zijn om *equity crowdfunding* op Europees niveau te regelen. De laatste subvraag is dan ook: **Is er nood aan een Europees kader voor *equity crowdfunding*?** In **hoofdstuk V** wordt kort bekeken of een Europees initiatief wenselijk is.

Tot slot wordt in de **conclusie** een algemeen besluit geformuleerd dat een antwoord geeft op de centrale onderzoeksvraag.

4. De onderzoeksmethode bij het bestuderen van deze onderzoeksvragen bestaat vooreerst uit het bestuderen van de Belgische wetteksten en rechtsleer die betrekking hebben op *equity crowdfunding*. Aangezien deze op dit moment vrij beperkt zijn, wordt daarnaast hoofdzakelijk beroep gedaan op de Amerikaanse rechtsleer. Nu en dan worden ook een aantal bronnen uit Nederland en Frankrijk gebruikt, maar dit is eerder beperkt. Tot slot worden ook een aantal teksten van de Europese Unie over *equity crowdfunding* bekeken. Voor de verdere uitwerking van de subvragen die betrekking hebben op het Belgische positieve recht, kan uiteraard wel beroep worden gedaan op de Belgische rechtsleer en, in mindere mate, rechtspraak.

5. Het is belangrijk om aan te geven dat met deze masterproef geen allesomvattende bespreking van *equity crowdfunding* wordt beoogd. In deze masterproef wordt aandacht besteed aan een aantal financieel- en vennootschapsrechtelijke aspecten van *equity crowdfunding*, waarbij opmerkingen en voorstellen worden geformuleerd. Daarbij is het onmogelijk om rekening te houden met alle andere aspecten zoals antiwitwaswetgeving, fiscale wetgeving, boekhoudwetgeving, privacywetgeving en andere wetgeving.

HOOFDSTUK I: SITUERING VAN EQUITY CROWDFUNDING

6. In dit hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de eerste subvraag: **Wat houdt het fenomeen *crowdfunding* in het algemeen in en welke varianten bestaan er naast *equity crowdfunding*?** Daarbij wordt eerst bekeken wat de algemene term *crowdfunding* inhoudt.⁶ Om *equity crowdfunding* goed te kunnen plaatsen ten opzichte van de andere vormen van *crowdfunding* wordt vervolgens kort ingegaan op de verschillende verschijningsvormen van *crowdfunding*.⁷ In het laatste onderdeel van dit hoofdstuk wordt aandacht gegeven aan de ontstaansgeschiedenis, de recente sterke opkomst die het fenomeen *equity crowdfunding* heeft gekend en de noodzaak aan een wettelijk kader voor de verdere ontwikkeling ervan.⁸

§1 CROWDFUNDING ALS OVERKOEPELENDE TERM

7. De term *crowdfunding*⁹ wordt door de Oxford Dictionary gedefinieerd als:

“The practice of funding a project or venture by raising money from a large number of people who each contribute a relatively small amount, typically via the Internet.”

Vrij vertaald betekent dit:

“De praktijk van het financieren van een project of onderneming door het inzamelen van geld bij een grote groep van mensen die elk een relatief kleine bijdrage leveren, gewoonlijk via het internet.”

In de rechtsleer omschrijven heel wat auteurs *crowdfunding* als een alternatieve financieringswijze waarbij een onderneming, een artiest, een persoon of een groep van personen een bepaalde activiteit

⁶ Zie Hoofdstuk I, §1.

⁷ Zie Hoofdstuk I, §2.

⁸ Zie Hoofdstuk I, §3.

⁹ In sommige krantartikels wordt ‘volksfinanciering’ gebruikt als Nederlandstalige benaming voor *crowdfunding*. In de Franse rechtsleer wordt *crowdfunding* ook wel ‘*financement participatif*’ of ‘*financement par la foule*’ genoemd, zie D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 92, nr. 5; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 455; T. BONNEAU, “La régulation du crowdfunding dans le monde”, *RISF* 2014, afl. 2, (3) 3.

probeert te financieren door beroep te doen op het publiek in zijn geheel.¹⁰ Volgens de meerderheid is hierbij kenmerkend dat een groot aantal mensen elk een kleine bijdrage levert.¹¹ Deze omschrijving valt samen met de definitie uit de Oxford Dictionary.

8. Het fenomeen waarbij individuen of groepen zich wenden tot het grote publiek om geld in te zamelen voor een bepaald doel, is niet nieuw¹² en omvat daarenboven heel verscheiden activiteiten: de wafelenbak van de plaatselijke jeugdbeweging, sponsortochten en allerhande inzamelacties voor goede doelen, alsook de oprichting van een naamloze vennootschap¹³ vallen hier bijvoorbeeld allemaal onder. De term *crowdfunding* is met andere woorden een nieuwe, moderne naam die al lang bestaande praktijken omvat.

9. Deze nieuwe, moderne benaming voor dit fenomeen valt samen met de opkomst van het internet en de sociale media. Hierdoor zijn de mogelijkheden om ‘het grote publiek’ aan te spreken enorm toegenomen.¹⁴ Meer en meer maken de *crowdfunding* initiatieven gebruik van het internet en

¹⁰ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 92, nr. 5; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 468; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 455.

¹¹ Europese Commissie, Consultation document, “Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action”, 3 oktober 2013, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf, 3; C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 10; E. MOLLIK, “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 2; J. J. WILLIAMSON, “The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn’t Go Far Enough”, *Yale L. J.* 2012-2013, Vol. 122, (2069), 2069-2070; P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT en A. SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *J. of Business Venturing* 2013, Vol. 29, (585) 589; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

¹² C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 11; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 468; K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, “A Framework for European Crowdfunding”, oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 9; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

¹³ D. MEULEMANS en C. CALLENS, “Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten”, *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106, nr. 1.

¹⁴ C. LEWALLE, “Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au ‘crowdfunding’”, *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224; S. J. CHOI, “Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation”, *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 35-41; K. E. WILSON en M. TESTONI, “Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s capital markets”, *Bruegel Policy Contribution* 2014, afl. 9, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>, 2; K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, “A Framework for European Crowdfunding”, oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 9; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 469; M. VITINS, “Crowdfunding and Securities Laws: What the Americans are Doing and the Case for an

van internetplatformen om investeerders of sponsors te zoeken.¹⁵ Deze internetplatformen krijgen de benaming ‘*crowdfunding* platform’ en spelen een centrale rol bij de opmars en het succes van het fenomeen *crowdfunding*.¹⁶ Daardoor wordt de nieuwe, moderne benaming door veel mensen enkel geassocieerd met het inzamelen van geld via dergelijk internetplatform, terwijl dit slechts één van de mogelijke manieren is om het grote publiek aan te spreken.

§2 VERSCHILLENDE VERSCHIJNINGSVORMEN VAN CROWDFUNDING

10. *Crowdfunding*, zoals hierboven beschreven,¹⁷ is een term die een hele reeks activiteiten overkoepelt. In de rechtsleer vinden we dan ook meerdere opdelingen in verschillende categorieën. De rechtsleer maakt hoofdzakelijk een onderscheid op basis van hetgeen de *crowd* verwacht terug te krijgen voor hun bijdrage.¹⁸ Op basis van dit zelfde kenmerk, stellen auteurs verschillende onderverdelingen voor. Sommige auteurs komen tot een onderverdeling in vier types,¹⁹ anderen onderscheiden dan weer vijf categorieën²⁰ en nog anderen maken zelfs een opdeling met twaalf varianten.²¹

Om een duidelijk overzicht te krijgen van de verschillende vormen van *crowdfunding* wordt trapsgewijs te werk gegaan met een indeling met twee niveaus, waarbij elke hoofdcategorie wordt

Australian Crowdfunding Exemption”, *J.L. Inf. & Sci.* 2012-2013, Vol. 22, (92) 94; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

¹⁵ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 94, nr. 10; FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 5, voetnoot 9; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288-289.

¹⁶ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 11-12.

¹⁷ Zie Hoofdstuk I, §1.

¹⁸ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 14-27; E. MOLLICK, “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3-4; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470.

¹⁹ E. MOLLICK, “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3-4; KPMG en STIBBE, “Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform”, 2 augustus 2013, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf, 11; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470; P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT en A. SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *J. of Business Venturing*, Vol. 29, (585) 588; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

²⁰ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 14-15; M. VITINS, “Crowdfunding and Securities Laws: What the Americans are Doing and the Case for an Australian Crowdfunding Exemption”, *J.L. Inf. & Sci.* 2012-2013, Vol. 22, (92) 95.

²¹ K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, “A Framework for European Crowdfunding”, oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 10.

onderverdeeld in subcategorieën.²² Zoals vermeld, wordt de hoofdingeling gemaakt op basis van wat de *crowd* verwacht terug te krijgen voor hun bijdrage. Daarbij worden vier hoofdcategorieën onderscheiden: donaties,²³ investeringen met een niet-financiële tegenprestatie,²⁴ leningen²⁵ en financiële participaties.²⁶ Vervolgens delen we deze vier hoofdcategorieën verder in volgens de specifieke bedoelingen en investeringsredenen²⁷ van de investeerders.

2.1. Donaties (*donation-based crowdfunding*)

11. *Crowdfunding* initiatieven binnen de categorie van de donaties worden gefinancierd door bijdragen van mensen die daarvoor niets terugkrijgen.²⁸ In deze categorie bevinden zich bijvoorbeeld de meeste inzamelacties voor goede doelen, sociale projecten en kunst.²⁹ De vraag of binnen deze categorie nog verdere onderverdelingen kunnen worden gemaakt valt buiten het bestek van deze masterproef.

2.2. Investerings met niet-financiële tegenprestatie (*rewards-based crowdfunding sensu lato*)

12. *Crowdfunding* initiatieven binnen deze categorie worden gefinancierd door bijdragen van mensen die daarvoor wel iets (*reward*) terugkrijgen. Wat ze terugkrijgen is echter geen financiële tegenprestatie. De investeerders worden beloond voor hun investering met iets materieels. Op basis van wat de investeerders terugkrijgen maakt de literatuur hier een onderscheid tussen koop-verkopen en beloningen.

²² Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union", *COM (2014) 172 final*, 27 maart 2014, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf, 3.

²³ Zie nr. 11.

²⁴ Zie nrs. 12-18.

²⁵ Zie nrs. 19-21.

²⁶ Zie nrs. 22-27.

²⁷ L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470.

²⁸ C. LEWALLE, "Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au 'crowdfunding'", *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

²⁹ E. MOLLIK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3; L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 469.

A. Koop-verkopen (*pre-purchase or pre-sale crowdfunding*)

13. De koop-verkopen omvatten de *crowdfunding* initiatieven waarbij de investeerders een bepaald bedrag betalen in ruil voor het verkrijgen van een nog te vervaardigen product, waarbij de waarde van de investering min of meer overeenkomt met de waarde van het verkregen product. Dit is met andere woorden een koop-verkoop van een nog te vervaardigen product. De investeerders betalen namelijk een bepaalde bijdrage waarvoor zij in ruil een nog te vervaardigen product verwerven.³⁰

Praktisch werkt dit als volgt: een ondernemer plaatst zijn idee voor het vervaardigen van een bepaald product op een internetplatform en vermeldt daarbij het bedrag dat hij nodig heeft om het product te kunnen produceren en op de markt te brengen. Geïnteresseerde investeerders kunnen dan een bepaald deel van het gevraagde bedrag investeren en in ruil daarvoor krijgen ze een exemplaar van het geproduceerde product. Om investeerders aan te moedigen om te investeren, is het gevraagde bedrag bij *pre-sale crowdfunding* vaak lager dan het bedrag dat uiteindelijk zal moeten worden betaald wanneer het product later op de markt komt.³¹

14. Wat er gebeurt wanneer het vooropgestelde bedrag niet wordt opgehaald binnen een vooraf bepaalde periode, hangt af van platform tot platform.³² Bij sommige platformen ontvangt de onderneming nog steeds het verzamelde bedrag en blijft de onderneming dus verplicht tot het produceren van de ‘bestelde’ producten. Echter, de meeste platformen storten het reeds opgehaalde bedrag terug aan de desbetreffende investeerders wanneer het vooropgestelde budget niet wordt gehaald. Er is dan sprake van een koop-verkoop van een nog te vervaardigen product onder de ontbindende voorwaarde van het niet verkrijgen van de nodige financiering.³³

15. Een mooi voorbeeld van *pre-sale crowdfunding* zijn de Pebble horloges.³⁴ Via het Amerikaanse *crowdfunding* platform Kickstarter haalde Pebble Corporations Inc. meer dan tien

³⁰ Art. 1582 ev BW; A. VAN OEVELEN, “Een verkoopsovereenkomst met een ongeoorloofd voorwerp en een ongeoorloofde prijs”, in B. TILLEMEN en P. FORIERS (eds.), *De koop*, Brugge, Die Keure, 2002, (1) 6, nr. 7; E. DIRIX, “Art. 1598 BW”, in X., *Bijzondere overeenkomsten. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 1986, 2 p.

³¹ P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT en A. SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *J. of Business Venturing*, Vol. 29, (585) 588-589.

³² P. BELLEFLAMME, en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 294.

³³ Art. 1584 juncto art. 1183 BW.

³⁴ P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT en A. SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *J. of Business Venturing*, Vol. 29, (585) 588.

miljoen dollar op in de vorm van geplaatste bestellingen door geïnteresseerde kopers. Terwijl Pebble er voordien niet in slaagde om durfkapitaal te verkrijgen van professionele investeerders, kon Pebble na het inzamelen van zo'n groot bedrag, de professionele investeerders gemakkelijk overtuigen dat er wel degelijk een grote afzetmarkt is voor de Pebble horloges.³⁵ Een succesvolle *crowdfunding* campagne kan dus een manier zijn om de traditionele financieringsbronnen te overtuigen om toch te investeren in het project.³⁶

16. Het Pebble-voorbeeld toont aan dat *pre-sale crowdfunding* niet alleen kan worden gebruikt voor het inzamelen van geld. *Pre-sale crowdfunding* levert namelijk ook een schat aan informatie over de markt en de vraag naar het product waardoor het meteen de noodzaak aan marktonderzoek vermindert.³⁷ Door een idee voor een bepaald product te lanceren via een dergelijk *crowdfunding* platform ontvangt de ondernemer rechtstreeks informatie van de markt en komt de ondernemer rechtstreeks in contact met geïnteresseerde afnemers. Wanneer de groep geïnteresseerde afnemers erg klein is, dan weet de ondernemer meteen dat het erg risicovol is om het voorgestelde product toch op de markt te brengen.

B. Beloningen (*rewards-based crowdfunding* sensu stricto)

17. Juridisch gezien zijn de beloningen niet te kwalificeren als één bepaalde overeenkomst. Al naargelang wat de beloning of het verleende recht inhoudt, kan er sprake zijn van onder andere een koop-verkoop (product), een aannemingsovereenkomst (dienst) of een niet benoemde overeenkomst (een bepaalde erkenning of ervaring).³⁸ De investeerders betalen bijvoorbeeld een prijs (geïnvesteerde bedrag) en krijgen daarvoor in de plaats een ticket voor de film of voor een concert.³⁹ De investeerders verkrijgen soms ook het recht om hun naam vermeld te zien in de aftiteling van een film

³⁵ E. MOLLICK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3.

³⁶ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

³⁷ Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union", *COM (2014) 172 final*, 27 maart 2014, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf, 4-5; E. MOLLICK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3; J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 592; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 289; S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

³⁸ L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 474.

³⁹ L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470.

of om de bedenkers van de film te ontmoeten.⁴⁰

18. De drijfveer van de investeerders is in dit geval niet zozeer het verwerven van een bepaald product, zoals bij de subcategorie koop-verkoop, maar veeleer het ondersteunen en het financieel mogelijk maken van een bepaald project.⁴¹ Als bedanking voor die steun krijgen zij een beloning, die varieert van project tot project. Het zijn met andere woorden eerder symbolische koop-verkopen, aannemingsovereenkomsten of andere overeenkomsten.⁴²

2.3. Leningen (*lending-based crowdfunding*)

19. *Crowdfunding* initiatieven binnen de categorie leningen worden gefinancierd door bijdragen van mensen die een bepaalde geldsom uitlenen aan de onderneming of de artiest en die geldsom na afloop van een bepaalde periode, al dan niet met interest, terugbetaald krijgen. Al naargelang de motivatie van de investeerders kunnen ook hier subcategorieën worden onderscheiden.⁴³ Het meest voor de hand liggende kenmerk om deze *crowdfunding* initiatieven onder te verdelen is of er al dan niet interest is verschuldigd.

A. Sociale leningen

20. Leningen waarbij geen of een voor het project zeer voordelige interest is verschuldigd aan de *crowd* worden sociale leningen genoemd.⁴⁴ Deze leningen zijn niet zozeer ingegeven vanuit een financiële motivatie maar veel meer vanuit de wil om een sociaal project mogelijk te maken en te ondersteunen.⁴⁵

⁴⁰ E. MOLLICK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3.

⁴¹ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 290.

⁴² KPMG en STIBBE, "Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform", 2 augustus 2013, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf, 11.

⁴³ K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, "A Framework for European Crowdfunding", oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 10.

⁴⁴ K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, "A Framework for European Crowdfunding", oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 10-11.

⁴⁵ KPMG en STIBBE, "Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform", 2 augustus 2013, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf, 12; L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 469.

B. Leningen met interest

21. Leningen met interest zijn leningen die door de *crowd* worden verstrekt tegen de vergoeding van een interest. Anders dan bij de sociale leningen is hier de voornaamste drijfveer van de investeerders om een financiële return te verkrijgen,⁴⁶ zonder aan het ondernemingsrisico te worden blootgesteld.

2.4. Financiële participaties (*investment-based crowdfunding*)

22. De laatste hoofdcategorie is de categorie van de *investment-based crowdfunding*. *Crowdfunding* initiatieven die zich binnen deze categorie bevinden worden gefinancierd door bijdragen van mensen die in ruil daarvoor participeren in de financiële resultaten van de onderneming. Op basis van hoe verregaand de participatie in de onderneming is, maakt de literatuur een verder onderscheid tussen loutere participatie in de winst van de onderneming en de meer verregaande participatie in het kapitaal van de onderneming.⁴⁷ De voornaamste drijfveer hiervoor is het verkrijgen van een financiële return. In tegenstelling tot wat het geval is bij leningen, zijn de investeerders bij beide vormen van *investment-based crowdfunding* wel onderworpen aan het ondernemingsrisico: wordt er geen winst gemaakt dan zal hun investering niets opleveren.⁴⁸

A. Loutere participaties in de winst van de onderneming (*revenue or profit sharing crowdfunding*)

23. Bij de loutere participaties in de winst van de onderneming investeert de *crowd* een bepaald bedrag in een onderneming in ruil voor een deel van de toekomstige winst of in ruil voor een deel van

⁴⁶ D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 96, nr. 13.

⁴⁷ E. MOLLICK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3; Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union", COM (2014) 172 final, 27 maart 2014, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf, 3; L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470; K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, "A Framework for European Crowdfunding", oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 11.

⁴⁸ KPMG en STIBBE, "Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform", 2 augustus 2013, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf, 11.

de *royalties* die de artiest verkrijgt voor de uitgave van zijn werk.⁴⁹ Met deze vorm van *crowdfunding* krijgen investeerders dus enkel bepaalde rechten in de winst van de onderneming zonder deelname in het kapitaal ervan en zonder andere lidmaatschapsrechten, zoals bijvoorbeeld stemrecht in de algemene vergadering. Hierbij rijzen twee vragen.

24. Ten eerste rijst de vraag of naamloze vennootschappen⁵⁰ naast kapitaalaandelen ook aandelen kunnen uitgeven die het kapitaal niet vertegenwoordigen, maar die wel andere lidmaatschapsrechten bezitten. Zowel de oude rechtspraak⁵¹ als de rechtspraak zijn van mening dat dergelijke aandelen kunnen worden uitgegeven.⁵² Gezaghebbende auteurs als RESTEAU en FREDERICQ menen dat de contractvrijheid van de oprichters hen vrij laat te beslissen welke effecten ze willen creëren en welke rechten ze daaraan willen toekennen, mits ze geen regels van dwingend recht of openbare orde schenden.⁵³ Aandelen die het kapitaal niet vertegenwoordigen, maar die wel andere lidmaatschapsrechten bezitten, kunnen dus rechtsgeldig worden uitgegeven.

25. Vervolgens rijst de vraag of er naast kapitaalaandelen en andere aandelen met lidmaatschapsrechten ook nog heel andere effecten kunnen worden uitgegeven die niet in de wet worden geregeld. Met andere woorden de vraag of er een *numerus clausus* beginsel bestaat met betrekking tot de uitgifte van effecten. De Bankcommissie, de voorganger van de huidige FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten), was van oordeel dat de toenmalige Vennootschappenwet zich niet verzette tegen de uitgifte van effecten waarvan het statuut niet uitdrukkelijk in de wet werd geregeld, voor zover er geen regels van dwingend recht of openbare orde werden geschonden.⁵⁴ Ook de rechtsleer was eensgezind en argumenteerde de afwezigheid van een *numerus clausus* beginsel op grond van de contractvrijheid in het kader van het

⁴⁹ E. MOLLIK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 3; K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN en D. MARON, in samenwerking met European Crowdfunding Network, "A Framework for European Crowdfunding", oktober 2012, www.crowdfundingframework.eu, 11; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

⁵⁰ De regeling voor de BVBA vinden we terug in artikel 232 W.Venn. Voor een bespreking hiervan zie: B. VAN BRUYSTEGEM, "Commentaar bij art. 232 W.Venn.", in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Boek IV. De besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, Titel III, Hfdstk. I., 2003, 5 p.

⁵¹ R. T. TROPLONG, *Commentaire du contrat de société en matière civile et commerciale*, Brussel, Meline, Cans et Compagnie, 1843, 58, nr. 132-139.

⁵² J. CERFONTAINE, "Art. 460 W.Venn.", in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2002, (1) 3.

⁵³ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 373, nr. 583-585; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 532, nr. 346.

⁵⁴ Bankcommissie, *Jaarverslag 1987-1988*, 109, *Jaarverslag 1988-1989*, 77 en *Jaarverslag 1990-1991*, 74-75.

vennootschapscontract en de algemene theorie van de waardepapieren.⁵⁵

Echter, met de invoering van artikel 460 W.Venn. dat bepaalt dat in een naamloze vennootschap aandelen, winstbewijzen, obligaties en warrants kunnen bestaan, ontstond de discussie of de wetgever dit als een limitatieve opsomming had bedoeld of niet.⁵⁶ Een aantal auteurs is van mening dat dit geen limitatieve opsomming is en dat er geen *numerus clausus* beginsel werd ingevoerd.⁵⁷ De vroegere opvatting blijft dus onverkort gelden: effecten kunnen vrij contractueel worden geregeld zolang geen regels van dwingend recht of van openbare orde worden geschonden. Vennootschapsrechtelijk is *revenue of profit sharing crowdfunding* dus perfect mogelijk.

26. Daarnaast is het uiteraard ook mogelijk dat de investeerders via *profit sharing crowdfunding* geen effecten van de vennootschap verkrijgen, maar een contract afsluiten met de vennoten van de vennootschap waarbij hen een deel van de winst wordt toegekend.⁵⁸ In dit geval is niet de vennootschap de contractspartij, maar wel de individuele vennoot. De vennoot heeft dan vennootschapsrechtelijk nog steeds recht op de winst, maar een deel daarvan moeten hij op basis van het contract aan de investeerder(s) doorstorten.

B. Participaties in het kapitaal van de onderneming (*equity crowdfunding*)

27. Bij deze subcategorie van *investment-based crowdfunding* nemen de investeerders deel aan het kapitaal van de vennootschap en worden ze met andere woorden eigenaar van de vennootschap.⁵⁹ De geïnvesteerde bijdrage moet worden beschouwd als een inbreng van geld.⁶⁰ Het verschil met de

⁵⁵ G. HORSMANS en J.-F. TOSSENS, "Réflexions sur la nature et le régime juridique des valeurs mobilières et des autres instruments financiers", in, Centre J. RENAULD (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, (151) 176, nr. 41; J.P. BLUMBERG, "De uitgifte van naakte warrants of autonome inschrijvingsrechten op aandelen in naamloze vennootschappen", *TRV* 1989, (122) 124, nr. 6; J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III (2^e ed.), Brussel, Bruylant, 1981, 121, nr. 124, voetnoot 1; M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 608, nr. 889; P. VAN OMMESLAGHE, en X. DIEUX, "Examen de jurisprudence: les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, (639) 742.

⁵⁶ J. CERFONTAINE, "Art. 460 W.Venn.", in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2002, (1) 4.

⁵⁷ C. SUNT, "Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht", in *Liber Amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, (579) 580, nr. 2; G. JACOBS en K. MACOURS, "Dividendsplitsing naar bedrijfstak: de uitgifte van tracking stock", *TRV* 2000, 308-309, nr. 14.

⁵⁸ B. VAN BRUYSTEGEM, "Commentaar bij Art. 232 W.Venn.", in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Boek IV. De besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, Titel III, Hfdstk. I., 2003, (1) 3.

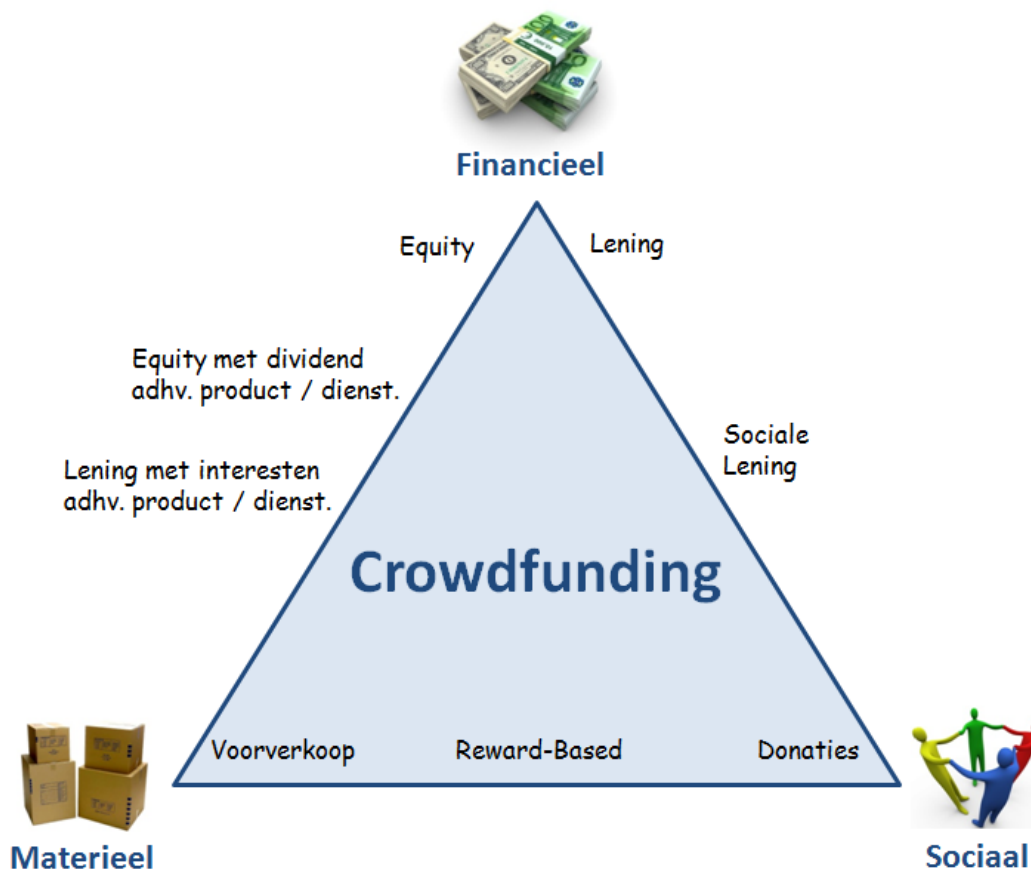
⁵⁹ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 24-27.

⁶⁰ Art. 1 W.Venn.

vorige subcategorie is dat de investeerders vennoten worden in de vennootschap en aldus naast een recht op deelname in de winst (dividend) van de vennootschap ook andere lidmaatschapsrechten verkrijgen zoals onder meer stemrecht, recht om in te schrijven op een kapitaalverhoging, vragenrecht, informatierecht,...⁶¹ De financieel- en vennootschapsrechtelijke implicaties van *equity crowdfunding* zullen het verdere onderwerp van deze masterproef uitmaken.⁶²

2.5. Overzicht

28. Onderstaande figuur⁶³ geeft een mooie samenvatting van de verschillende *crowdfunding* initiatieven en de motivatie van de investeerders om te investeren in een bepaalde categorie van *crowdfunding*:



⁶¹ M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 387-461.

⁶² Zie Hoofdstuk II, III, IV en V.

⁶³ KPMG en STIBBE, "Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform", 2 augustus 2013, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf, 12.

§3 ONTSTAAN, OPKOMST EN VERDERE ONTWIKKELING VAN EQUITY CROWDFUNDING

3.1. Ontstaan van *equity crowdfunding*

29. Zoals eerder al aangegeven is het fenomeen ‘*crowdfunding*’ in zijn algemene betekenis niet nieuw.⁶⁴ De moderne benaming *crowdfunding* ontwikkelde zich als eerste in de Anglo-Amerikaanse landen.⁶⁵ Uit verschillende onderzoeken blijkt dat, hoewel de Belgische *crowdfunding* markt groeit,⁶⁶ er nog steeds een groot verschil is qua omvang van het budget dat in *crowdfunding* projecten wordt geïnvesteerd in vergelijking met de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en ook met Nederland.⁶⁷

30. Het succes van *crowdfunding* in de kunst- en cultuursector,⁶⁸ samen met een aantal andere factoren, heeft ertoe geleid dat ook in de ondernemingswereld interesse is gegroeid voor deze financieringswijze.⁶⁹ In de ondernemingswereld is er hoofdzakelijk sprake van *equity crowdfunding* en *lending-based crowdfunding*.

De belangrijkste factor in de opkomst van *equity crowdfunding* in de ondernemingswereld is uiteraard de financiële crisis⁷⁰ en dit op twee manieren. Enerzijds heeft de financiële crisis ervoor gezorgd dat kredietverstrekking aan strengere voorwaarden is onderworpen waardoor het voor veel KMO's

⁶⁴ Zie nrs. 8-9.

⁶⁵ C. LEWALLE, “Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au ‘crowdfunding’”, *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224, voetnoot 2; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

⁶⁶ Voorbeelden van *crowdfunding* platformen in België zijn: angel.me, appsfunder.com, crofun.be, growfunding.be, lookandfin.com, mymicroinvest.com, sandawe.com, socrowd.be en worldofcrowdfunding.com, L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

⁶⁷ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456; DOUW & KOREN, “Crowdfunding in België 2014 – De status van crowdfunding in België”, 12 maart 2015, <http://douwenkoren.nl/crowdfunding-in-belgie-2014.pdf>, 11; R. WARDROP, B. ZHANG, R. RAU and M. GRAY, “Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report”, EY en University of Cambridge, februari 2015, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf, 14-16.

⁶⁸ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 138, nr. 84; Y. PIERRAKIS en L. COLLINS, “Crowdfunding: a new innovative model of providing funding to projects and businesses”, <http://ssrn.com/abstract=2395226>, 2.

⁶⁹ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288.

⁷⁰ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

moeilijk is om zich te financieren via de traditionele financieringsbronnen.⁷¹ Anderzijds is ook het vertrouwen in en het rendement dat wordt geboden door kredietinstellingen een heel stuk verminderd, waardoor investeerders liever hun geld op een andere wijze investeren dan het op een spaarrekening te plaatsen.⁷² Zij gaan dus meer en meer zelf op zoek naar interessante investeringen.

Een andere niet te missen factor in de opkomst van *equity crowdfunding* is het grote succes van het internet en de sociale media. Deze vorm van communicatie maakt het eenvoudig en goedkoop om het grote publiek aan te spreken en warm te maken voor een project.⁷³

3.2. Noodzaak aan een wettelijk kader voor *equity crowdfunding*

31. Ook de FSMA heeft vastgesteld dat het gebruik van *crowdfunding* als alternatieve financieringswijze in de lift zit.⁷⁴ Om de rechtsonzekerheid die er heerst rond *crowdfunding*, en meer specifiek *equity crowdfunding*, aan te pakken, publiceerde de FSMA een ‘Reglementair kader voor *crowdfunding*’ om promotoren van *crowdfunding* projecten een leidraad te geven bij het beoordelen van de eventueel toepasselijke financiële wetgeving.⁷⁵ Daarnaast publiceerde de FSMA ook een mededeling gericht aan de potentiële investeerders van *crowdfunding* projecten om hen te wijzen op de risico’s die verbonden zijn aan deze vorm van investering.⁷⁶

32. Zoals LEWALLE en DECOSTER terecht opmerken is het wegens de grote verschillen tussen de verschillende vormen van *crowdfunding* moeilijk om op een algemene wijze te bepalen welke reglementering er van toepassing is op *crowdfunding*.⁷⁷ Bij het nadenken over en het maken van een

⁷¹ Europese Commissie, Consultation document, “Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action”, 3 oktober 2013, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf, 6; L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 468; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 288-289.

⁷² L. COLEBUNDERS, “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 468.

⁷³ Zie nr. 9.

⁷⁴ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 1.

⁷⁵ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 14 p; FSMA, Bijlage Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15-1-6.

⁷⁶ FSMA, Mededeling 12 juli 2012, “Crowdfunding”, FSMA_2012_16. Deze mededelingen zijn veel minder uitgebreid dan de het rapport en de website van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM), zie hiervoor AFM, “Crowdfunding – Naar een duurzame sector; Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector”, december 2014, 46 p en <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/crowdfunding-overig>.

⁷⁷ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 457.

‘crowdfunding wet’ lijkt het dan ook aangewezen om één wet te maken die alle vormen van *crowdfunding* omvat, maar waarin elke vorm afzonderlijk wordt behandeld in een apart hoofdstuk en aldus een aangepast kader krijgt.⁷⁸ Op die manier zou een toekomstige ‘crowdfunding wet’ een overzicht geven van de verschillende vormen van *crowdfunding* met daaraan telkens gekoppeld de toepasselijke regelgeving voor elke specifieke vorm.

33. Voorlopig is het gebrek aan specifieke *crowdfunding* wetgeving, met een duidelijk kader voor *equity crowdfunding*, een van de grootste belemmeringen voor de verdere ontwikkeling van het fenomeen in België. De rechtsonzekerheid die daardoor bestaat moet worden weggewerkt om te komen tot een gunstig ‘(equity) *crowdfunding* klimaat’. De basis voor een gunstig ‘(equity) *crowdfunding* klimaat’ is net dezelfde als de basis voor een goed werkende financiële markt: de investeerders moeten vertrouwen hebben in de actoren die een rol spelen in respectievelijk het *equity crowdfunding* proces en de financiële markten.⁷⁹ Specifieke *equity crowdfunding* wetgeving, die een duidelijk kader schept, moet dat vertrouwen bewerkstelligen.

De uitspraak van de Amerikaanse Senator MERKLEY in het Amerikaanse Congress⁸⁰ toont duidelijk aan waarom er bij veel mensen een gebrek aan vertrouwen is in *equity crowdfunding* projecten zonder een duidelijk wetgevend kader:

“What we do not have is a process in which companies can list themselves on the internet and say: Do you want to invest in my company? [...] If we do not provide rules that require accountability for the accuracy of that information, then what we are simply doing is saying here is a web site where predators can put up a fictitious story about what they want to do, make it as exciting as possible, and run away with people’s money.”

34. Op dit moment blijkt dat in België de meeste *equity crowdfunding* projecten zodanig worden georganiseerd dat ze buiten het toepassingsgebied van de financiële reglementering vallen.⁸¹ Deze

⁷⁸ In Nederland heeft de AFM in haar aanbevelingen aan de Nederlandse wetgever aangegeven dat zij voorstander is van een nieuwe afzonderlijke regelgeving voor *equity based crowdfunding* en voor *loan based crowdfunding* omdat op die manier maatwerk kan worden geleverd. Zie hiervoor AFM, “Crowdfunding – Naar een duurzame sector; Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector”, december 2014, 36-37.

⁷⁹ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456 en 458.

⁸⁰ Statement of Sen. J. MERKLEY, 158 Cong. Rec. S1, 828, 20 maart 2012.

⁸¹ C. LEWALLE, “Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au ‘crowdfunding’”, *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224.

vaststelling toont dan ook de twee grootste problemen voor de praktijk van *equity crowdfunding*.

Ten eerste, wanneer de financiële reglementering niet van toepassing is, hebben de investeerders weinig of geen bescherming.⁸² Dit maakt het moeilijk om investeerders warm te maken om te investeren via *equity crowdfunding*.

Ten tweede, aangezien de promotoren van *equity crowdfunding* projecten buiten het toepassingsgebied van de financiële reglementering willen blijven wegens de grote kost die dat met zich meebrengt,⁸³ beperken ze zich tot kleinere projecten en kleinere bedragen,⁸⁴ waardoor grotere projecten moeilijker de weg naar financiering via *equity crowdfunding* vinden.

Zowel qua aantal investeerders, als qua grootte van de projecten kan er dus nog vooruitgang worden geboekt op de Belgische *equity crowdfunding* markt. Het komt erop aan om zowel het vertrouwen van de investeerders te winnen, als om de kost die reglementering met zich meebrengt te beperken voor de ondernemers. Er is dus nood aan een gulden middenweg: een specifieke *equity crowdfunding* wet die een evenwicht vindt tussen enerzijds een voldoende bescherming voor de investeerders en anderzijds een flexibele en niet te dure manier van financiering voor de ondernemers.⁸⁵

3.3. Reeds doorgevoerde inspanningen

A. Vrijstelling van prospectusplicht

35. De Belgische wetgever is zich bewust van het potentieel van *equity crowdfunding* en heeft dan ook onder bepaalde voorwaarden een uitzondering voorzien op de prospectuswetgeving.⁸⁶ Er wordt een vrijstelling van de prospectusplicht verleent bij de openbare aanbidding van eenvoudige

⁸² C. LEWALLE, "Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au 'crowdfunding'", *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224.

⁸³ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 456.

⁸⁴ Men beperkte zich tot het ophalen van bedragen kleiner dan 100.000 euro, want vanaf een aanbidding aan meer dan 150 personen met een totale waarde van meer dan 100.000 euro, viel men op grond van art. 3, §2, b) en e) al onder de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt.

⁸⁵ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 457.

⁸⁶ Zie Hoofdstuk II, §1, 1.1. voor een uitvoerige bespreking van de prospectuswet.

beleggingsinstrumenten⁸⁷ wanneer (1) de totale waarde van de openbaar aangeboden effecten minder bedraagt dan 300.000 euro, (2) voor zover elke investeerder maximaal 1.000 euro kan investeren en (3) alle documenten met betrekking tot de openbare aanbidding de totale waarde, alsook de maximale inleg per investeerder vermelden.⁸⁸ De vrijstelling van de prospectusplicht doet de financieringskost voor de ondernemers dalen en, net zoals in de Amerikaanse Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act),⁸⁹ moet het maximale investeringsbedrag per investeerder de investeerder beschermen, aangezien die nooit meer dan 1.000 euro kan verliezen. Met deze uitzondering komt de wetgever dan ook tegemoet aan de twee hierboven geschetste problemen, aangezien ze de kost van *equity crowdfunding* voor ondernemers van grotere projecten doet dalen en daarnaast, op een specifieke manier, de investeerders beschermt.

De ondernemers die zich beroepen op deze vrijstelling moeten de FSMA voor de aanvang van de openbare aanbidding, alsook om de twaalf maanden in het geval van een continue aanbidding, de nodige documenten bezorgen waaruit blijkt dat is voldaan aan deze voorwaarden.⁹⁰

B. Uitzondering op bemiddelingsmonopolie

36. Daarnaast heeft de wetgever ook een uitzondering gecreëerd op het bemiddelingsmonopolie van de Europese Centrale Bank (ECB), de Nationale Bank, de kredietinstellingen en de beleggingsondernemingen bij de openbare uitgifte van effecten.⁹¹ De personen of instellingen die bemiddelen voor en over de aanbiedingen die onder de nieuwe vrijstelling van de prospectusplicht vallen, moeten hiervoor niet beschikken over een statuut van één van de in artikel 56 van de

⁸⁷ Enkel de openbare uitgiftes van eenvoudige beleggingsinstrumenten kunnen genieten van de vrijstelling van de prospectusplicht aangezien art. 18, §1, j) de meer gesofisticeerde beleggingsinstrumenten van artikel 4, §1, 2° tot 9° van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt uitsluit van de vrijstelling.

⁸⁸ Art. 18, §1, j) van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zoals ingevoerd door art. 95, 3° van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, *BS* 7 mei 2014; FSMA, Mededeling van 26 juni 2014, "Coöperaties, participatieplannen en crowdfunding: Overzicht van en praktische instructies bij openbare aanbiedingen die vrijgesteld zijn van de prospectusplicht", FSMA_2014_04, 3p.

⁸⁹ Article 4 (a) (6) of the 1993 Securities Act zoals ingevoegd door article 302 (a) JOBS Act. Voor een uitvoerige bespreking van de JOBS Act zie oa D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 98-138; C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, 1-150.

⁹⁰ Art. 18, §3, 2° lid van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zoals ingevoerd door art. 95, 4° van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, *BS* 7 mei 2014.

⁹¹ Art. 56 van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006.

prospectuswet vermelde instellingen.⁹²

3.4. Toekomstige regulering van *equity crowdfunding*

37. Uit de parlementaire voorbereiding van de wet die deze twee ‘*equity crowdfunding* vrijstellingen’ heeft ingevoerd blijkt dat dit voor de Belgische wetgever slechts een eerste stap is in de ontwikkeling van een meer omvattende regeling voor *crowdfunding* activiteiten naar de toekomst toe.⁹³

38. Ook op Europees niveau⁹⁴ is er heel wat interesse in het potentieel van (*equity*)⁹⁵ *crowdfunding*. Vooralnog beperken de Europese initiatieven zich tot het in kaart brengen van de *crowdfunding* markt en de organisatie en regeling daarvan in de verschillende nationale lidstaten.⁹⁶ Op basis van hun onderzoek is het de bedoeling om na te gaan of een Europees kader voor *crowdfunding* wenselijk is en zo ja, wat dat kader dan allemaal moet omvatten.⁹⁷

Hoe de regeling er inhoudelijk eventueel kan uitzien en wat de aandachtspunten daarbij zijn, wordt behandeld in hoofdstukken III en IV van deze masterproef.

⁹² Art. 55, §2, 3^o van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zoals ingevoerd door art. 95, 4^o van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, *BS* 7 mei 2014.

⁹³ Amendement op het wetsontwerp houdende diverse bepalingen van 21 maart 2014, *Parl.St.* Kamer 2013-2014, nr. 53K3413/003, p 20.

⁹⁴ Zie Hoofdstuk V

⁹⁵ European Securities and Market Authority, “Opinion on Investment-based crowdfunding”, *ESMA/2014/1378*, 18 december 2014, 40 p, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf.

⁹⁶ Europese Commissie, Consultation document, “Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action”, 3 oktober 2013, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf;

European Crowdfunding Network, “Review of Crowdfunding regulation: interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel”, oktober 2013, 246 p <http://www.eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/12/files/2013/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf>;

Europese Commissie, Memo, “Communication on crowdfunding in the European Union – Frequently Asked Questions”, 7 maart 2014, 8 p, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm; Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union”, *COM (2014) 172 final*, 27 maart 2014, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf.

⁹⁷ Europese Commissie, Memo, “Communication on crowdfunding in the European Union – Frequently Asked Questions”, 7 maart 2014, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm, 4; Zie ook Hoofdstuk V.

§4 CONCLUSIE HOOFDSTUK I

39. *Equity crowdfunding* is één van de verschillende vormen die onder het ruimere begrip *crowdfunding* vallen. Gestimuleerd door enerzijds de opkomst van het internet en de sociale media, en anderzijds de nood aan alternatieve financieringswijzen voor ondernemers en de behoefte aan investeringsmogelijkheden voor investeerders, ontstond deze vorm van *crowdfunding*, waarbij een grote groep mensen voor kleine bedragen, via de tussenkomst van een internetplatform, participeert in het kapitaal van een vennootschap.

40. Om het fenomeen *equity crowdfunding* verder te laten ontwikkelen en om het vertrouwen van de investeerders te krijgen, is er echter nood aan rechtszekerheid. Het onduidelijke juridische kader dat op dit moment van toepassing is op *equity crowdfunding*, heeft dan ook zowel de Belgische als de Europese wetgever aangezet om na te denken over regelgeving met betrekking tot *equity crowdfunding*. Daarbij moet op zoek worden gegaan naar een regeling die een evenwicht vindt tussen enerzijds voldoende bescherming voor de investeerders en anderzijds een flexibele en niet te dure manier van financiering voor de ondernemers.

HOOFDSTUK II: HUIDIG BELGISCH KADER VOOR EQUITY CROWDFUNDING

41. In het tweede hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de tweede subvraag: **Wat is het huidig juridisch kader voor *equity crowdfunding* in België?**

Gezien de sterke opkomst van *equity crowdfunding* als alternatieve financieringsbron voor KMO's en *start-ups*, wordt de bestaande regelgeving die van toepassing is op *equity crowdfunding* initiatieven bekeken. Tot op vandaag is er geen specifieke '*crowdfunding* regelgeving' die het algemene fenomeen *crowdfunding* als zodanig definieert en regelt.⁹⁸ Ook voor *equity crowdfunding* ontbreekt zo een *sui generis* wet. Daardoor moet iedereen die (*equity*) *crowdfunding* organiseert goed nagaan welke regels op zijn activiteit van toepassing zijn. Hieronder volgt een overzicht en een bespreking van de regelgeving die mogelijks van toepassing is bij *equity crowdfunding*. Daarbij maken we een opdeling tussen enerzijds de financiële regelgeving waarvan de naleving onder het toezicht van de FSMA⁹⁹ valt¹⁰⁰ en anderzijds de meest relevante andere regelgeving.¹⁰¹

§1 FINANCIËLE REGELGEVING ONDER HET TOEZICHT VAN DE FSMA¹⁰²

42. Wat de financiële regelgeving betreft waarvan de naleving is toevertrouwd aan de FSMA, is er in het kader van *equity crowdfunding* hoofdzakelijk aandacht nodig voor drie:¹⁰³ (1) de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt (hierna 'de prospectuswet'), met specifieke aandacht voor artikel 68*bis*, (2) de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen (hierna 'de wet op de beleggingsondernemingen') en (3) de wet van 21 december 2009 betreffende het statuut van de betalingsinstellingen en van de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdienstaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld en de toegang tot betalingssystemen (hierna 'de wet op de betalingsinstellingen').

⁹⁸ C. LEWALLE, "Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au 'crowdfunding'", *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, (224) 224; FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 1.

⁹⁹ Art. 45 wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

¹⁰⁰ Zie Hoofdstuk II, §1.

¹⁰¹ Zie Hoofdstuk II, §2.

¹⁰² FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 14 p.

¹⁰³ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 3.

1.1. De prospectuswet

A. Ratio legis

43. Voor 1935 was de openbare aanbidding van effecten enkel geregeld door de Vennootschappenwet en bestond er geen bijzondere wetgeving die hierop van toepassing was.¹⁰⁴ Er was slechts een heel beperkte informatieplicht en van een voorafgaandelijke controle van de effecten en de informatie door een toezichtsorgaan was nog geen sprake. Enkel een *a posteriori* controle door de rechtbanken was aanwezig.¹⁰⁵ De vele misbruiken, met als uiteindelijke resultaat de beurscrash in 1929, maakten duidelijk dat er bij de openbare uitgifte van effecten nood was aan een informatieverplichting die voldoende ruim was om de investeerders een juist beeld te geven van de rendabiliteit en de solvabiliteit van de betrokken emittent.¹⁰⁶

44. De Belgische wetgever is in 1935 gestart met het creëren van een wettelijk kader voor de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.¹⁰⁷ De eerste stap hierin was het Bankbesluit van 1935 dat als doelstelling vooropstelde de beleggers te beschermen door te waken over een correcte en volledige informatieverschaffing aan de beleggers.¹⁰⁸ Na het Bankbesluit heeft de wetgever via verschillende wetten en besluiten de openbare uitgifte van effecten verder geregeld en uitgewerkt.¹⁰⁹

Daarenboven is er nu ook op Europees niveau de voorbije vijftien jaar extra aandacht gekomen voor

¹⁰⁴ D. GEERAERT en J. KEUSTERMANS, "De openbare uitgifte van effecten", *Jura Falc.* 1982-1983, 315; D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106, nr. 1.

¹⁰⁵ D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106, nr. 2.

¹⁰⁶ D. GEERAERT en J. KEUSTERMANS, "De openbare uitgifte van effecten", *Jura Falc.* 1982-1983, 316; D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106, nr. 3.

¹⁰⁷ D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106-1107; J.-M. NELISSEN GRANDE en B. DE VOS, "Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1138) 1138.

¹⁰⁸ D. GEERAERT en J. KEUSTERMANS, "De openbare uitgifte van effecten", *Jura Falc.* 1982-1983, 316; D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1106) 1106-1107.

¹⁰⁹ D. GEERAERT en J. KEUSTERMANS, "De openbare uitgifte van effecten", *Jura Falc.* 1982-1983, 317-319; D. MEULEMANS en C. CALLENS, "Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, 1106-1125; D. VAN EENOO, "De openbare uitgifte van effecten en de prospectusplicht. De wet van 22 april 2003. Knelpunten inzake het toepassingsgebied", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1126) 1126, nr. 1; J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 347; J.-M. NELISSEN GRANDE en B. DE VOS, "Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1138) 1139.

de problematiek rond de openbare aanbidding van effecten. Met de Prospectusrichtlijn¹¹⁰ en de Prospectusverordening¹¹¹ werd een geharmoniseerde regeling ingevoerd,¹¹² die nadien nog verder werd gewijzigd.¹¹³

45. Het resultaat van al deze reglementering is op dit moment de prospectuswet van 16 juni 2006 zoals gewijzigd door de wet van 17 juli 2013.¹¹⁴ De meest recente wijziging werd aangebracht door de wet van 25 april 2014, die een bijzondere uitzondering voorziet voor *equity crowdfunding* door onder bepaalde voorwaarden een vrijstelling te verlenen op de prospectusplicht van de prospectuswet.¹¹⁵

46. Het doel van deze wetgeving is op vandaag nog steeds om de beleggers en de goede werking van de effectenmarkt te beschermen. Echter, met de richtlijn 2010/73/EU, omgezet in het Belgisch recht door de wet van 17 juli 2013, wordt hieraan nog een doelstelling toegevoegd: de dubbele bescherming moet worden voorzien op een manier die de minste lasten met zich meebrengt voor de ondernemingen.¹¹⁶ Met andere woorden, de beschermingsvoorschriften moeten zo worden gemaakt dat de ondernemingen zich kunnen financieren op een zo goedkoop en eenvoudig mogelijke manier

¹¹⁰ 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. 365, 64-89.

¹¹¹ Verordening (EG) Nr. 809/2004 van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in de prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opname door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 149, 1-131.

¹¹² J.-M. NELISSEN GRANDE en B. DE VOS, "Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus", *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, (1138) 1139.

¹¹³ 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 geregelende markt zijn toegelaten, *Pb.L.* 11 december 2010, afl. 327, 1-12.

¹¹⁴ 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 geregelende 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 de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een geregelende 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, 49014.

¹¹⁵ Zie nrs 35-36 en 53 en 61.

¹¹⁶ Overweging nr. 3 Preambule Wijzigingsrichtlijn; memorie van toelichting Wijzigingswet, *Parl.St.* Kamer 2012-2013, nr. 2852/001, 5-6.

en toch voor voldoende bescherming zorgen.¹¹⁷ Zeker nu men via het internet een massa investeerders kan bereiken, is voldoende bescherming noodzakelijk. Zoals WROLDSEN stelt:¹¹⁸

“Never before have everyday citizens had such direct access to investing in start-up companies and never before have start-up companies had such direct access to public markets.”

B. Toepassingsgebied en implicaties voor *equity crowdfunding*

47. Deze wet regelt in België en op het Belgisch grondgebied¹¹⁹ of en hoe effecten openbaar mogen worden aangeboden,¹²⁰ hoe hiervoor reclame mag worden gevoerd en of hierbij een vooraf door de FSMA goedgekeurde prospectus moet worden uitgegeven.¹²¹ De uitgifte van dergelijke goedgekeurde prospectus en de bijkomende informatieverplichtingen zijn een hoge kost die ondernemingen liever willen vermijden.¹²² Daarom is het van belang voor de ondernemers die zich via *equity crowdfunding* willen financieren om te weten vanaf wanneer zij wel of niet onder de prospectuswet vallen.

48. Niet elk openbaar aanbod van beleggingsinstrumenten is onderworpen aan de prospectuswet. Om te bepalen of de prospectuswet van toepassing is op *equity crowdfunding* moet dan ook grondig het toepassingsgebied worden bekeken, vertrekkende vanuit de vaststelling dat bij *equity crowdfunding* via een internetplatform aandelen te koop worden aangeboden aan het grote publiek.

Eerst en vooral zijn aandelen zonder twijfel instrumenten waarmee de investeerders participeren in het kapitaal van de vennootschap. Aandelen zijn dan ook te kwalificeren als ‘beleggingsinstrumenten’ in de zin van artikel 4 van de prospectuswet en de openbare uitgifte daarvan is onderworpen aan de verplichtingen van deze wet.¹²³

¹¹⁷ J.-F. KEUSTERMANS, “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, (347) 347.

¹¹⁸ J. S. WROLDSEN, “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 603.

¹¹⁹ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 5; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 457.

¹²⁰ Art. 15, §1, 1° prospectuswet.

¹²¹ Art. 15, §1, 2° prospectuswet.

¹²² J.-F. KEUSTERMANS, “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, (347) 349; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 458.

¹²³ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 185, nr. 162; FSMA, Mededeling van 12 juli 2012,

Ten tweede moet er sprake zijn van een ‘openbare aanbieding’ van deze aandelen. Artikel 3 van de prospectuswet bepaalt wat daaronder wordt begrepen:

“Een openbare aanbieding is een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten, en die wordt verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon.”

Wanneer dus een vennootschap via een internetplatform aandelen te koop stelt, is dit in principe te beschouwen als een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten.¹²⁴ Via het internet wordt immers door de vennootschap een mededeling gericht tot investeerders die voldoende informatie bevat om de investeerders de aandelen al dan niet te doen aankopen.¹²⁵

a) Uitzonderingen op het toepassingsgebied

49. De prospectuswet bepaalt echter ook een aantal uitzonderingen op het toepassingsgebied.¹²⁶ Ten eerste worden aanbiedingen die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers niet beschouwd als openbare aanbiedingen.¹²⁷ Het begrip ‘gekwalificeerde beleggers’ heeft sinds de wijzigingswet van 17 juli 2013 dezelfde betekenis als het begrip ‘professionele cliënten’ in de MiFID reglementering.¹²⁸ Artikel 10 van de prospectuswet verwijst namelijk naar het Koninklijk Besluit dat de MiFID-Richtlijn omzet. Gekwalificeerde beleggers zijn diegenen die de nodige ervaring, kennis en

“Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 4; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 457.

¹²⁴ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 179-191.

¹²⁵ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 145-146.

¹²⁶ Artikel 3, §2 prospectuswet.

¹²⁷ Artikel 3, §2, a) prospectuswet.

¹²⁸ J.-F. KEUSTERMANS, “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, (347) 349-351. Voor een uitgebreide bespreking van de MiFID richtlijn en de daarin aan beleggingsinstellingen opgelegde gedragsregels zie: V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, afl. 3, 226-279.

deskundigheid bezitten om zelf beleggingsbeslissingen te nemen, de door hen gelopen risico's adequaat in te schatten en die voldoen aan de in Bijlage A van het KB van 3 juni 2007 opgesomde criteria.¹²⁹

Ondanks dat de gelijkschakeling van de begrippen 'gekwalficeerde beleggers' en 'professionele cliënten' in de rechtsleer wordt gezien als een goede zaak,¹³⁰ creëert deze gelijkschakeling mogelijk ook een zekere vorm van rechtsonzekerheid door het systeem van *opt-in* en *opt-out* dat eraan is gekoppeld.¹³¹ Professionele beleggers kunnen namelijk vragen aan de beleggingsdienstverlener om toch als een gewone belegger te worden behandeld en omgekeerd kunnen niet-professionele beleggers, onder bepaalde voorwaarden, vragen om als een professionele belegger te worden beschouwd voor een specifieke aanbieding.¹³² Aangezien de uitzondering van artikel 3, §2, a) van de prospectuswet enkel aanbiedingen uitsluit die *uitsluitend* gericht zijn aan gekwalficeerde beleggers, moet de vennootschap die zich op deze uitzondering wil beroepen telkens kort voor de uitgifte van de effecten nagaan welke beleggers voor deze aanbieding gebruik wensen te maken van hun *opt-in*- of *opt-out*-optie.¹³³ Deze mogelijke rechtsonzekerheid wordt echter ondervangen door het feit dat de herkwalficering van een professionele, gekwalficeerde belegger naar een niet-professionele belegger enkel kan mits toestemming van de financiële tussenpersoon.¹³⁴ Deze kan dus het niet-openbare karakter van de aanbieding behouden door de herkwalficatie te weigeren.

Het belang van deze uitzondering voor *equity crowdfunding* is vrij beperkt aangezien het niet de bedoeling is om bij *equity crowdfunding* enkel gekwalficeerde beleggers aan te spreken.¹³⁵ Integendeel, het is juist een van de basiskenmerken van *crowdfunding* om het grote publiek te benaderen dat niet zozeer bestaat uit gekwalficeerde beleggers maar veeleer uit de doorsnee

¹²⁹ Art. 2 KB van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten *juncto* Bijlage A MiFID KB.

¹³⁰ A. VAN CAUWENBERGE, "De Belgische regelgeving over de financiële markten: een evenwicht tussen 'principles based regulation' en 'rule based regulation'?" in *Van alle markten - Liber Amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, (893) 915; J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 349; T. VAN DYCK, *De Geharmoniseerde Prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 613; in tegengestelde zin J. PEETERS en T. VAN DYCK, "De Prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006. Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen", *BFR* 2006, 197.

¹³¹ J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 350-351; T. VAN DYCK, *De Geharmoniseerde Prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 615.

¹³² J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 350.

¹³³ J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 350; T. VAN DYCK, *De Geharmoniseerde Prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 615.

¹³⁴ J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 350.

¹³⁵ D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 188, nr. 170.

burger.¹³⁶

50. Ten tweede worden ook aanbiedingen die per lidstaat van de Europese Economische Ruimte aan minder dan 150 personen zijn gericht uitgesloten van de toepassing van de prospectuswet.¹³⁷ Aangezien *equity crowdfunding* via een internetplatform verloopt en het de bedoeling is om zo veel mogelijk mensen te bereiken om met vele kleine bijdragen een groot bedrag op te halen, is deze uitzondering ook van geen belang voor de ondernemers die zich via *equity crowdfunding* willen financieren.¹³⁸ Het blijkt ook uit de praktijk dat deze uitzondering in het algemeen zelden wordt aangewend.¹³⁹

51. Een derde en vierde uitzondering zijn de uitsluiting uit het toepassingsgebied van aanbiedingen die een totale tegenwaarde van 100.000 euro per belegger en per afzonderlijke aanbieding vereisen¹⁴⁰ en de uitsluiting van aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 100.000 euro.¹⁴¹ De drempelwaarde van deze uitsluitingen was voor de wijzigingswet van 17 juli 2013 50.000 euro en werd verhoogd naar 100.000 euro. Ook deze uitzonderingen zijn, vooral na de verhoging van de drempel tot 100.000 euro, van weinig belang voor *equity crowdfunding* aangezien ten eerste, de modale burger, het hoofdzakelijke doelpubliek van *crowdfunding*, geen individuele beleggingen zal doen van 100.000 euro, en ten tweede, het doel van *crowdfunding* is om een groot aantal *kleine* bedragen in te zamelen.¹⁴²

52. Ten vijfde worden de aanbiedingen met een totale tegenwaarde in de Europese Economische Ruimte van minder dan 100.000 euro ook uitgesloten van het toepassingsgebied van de prospectuswet.¹⁴³ Deze uitzondering had, voor de invoering van de nieuwe *equity crowdfunding* uitzondering van de wet van 25 april 2014, wel een belang voor de ondernemers die zich via *equity*

¹³⁶ Zie nrs. 30 en 105.

¹³⁷ Art. 3, §2, b) prospectuswet. Zie hierover J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 349.

¹³⁸ D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 188.

¹³⁹ J.-F. KEUSTERMANS, "De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht", *TRV* 2014, (347) 349; M. DUPLAT, "Évolutions récentes en manière d'information des investisseurs: la nouvelle directive prospectus" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (417) 428.

¹⁴⁰ Art. 3, §2, c) prospectuswet.

¹⁴¹ Art. 3, §2, d) prospectuswet.

¹⁴² D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 188, nr. 172.

¹⁴³ Art. 3, §2, e) prospectuswet.

crowdfunding wilden financieren.¹⁴⁴ Door het beperken van het op te halen bedrag tot minder dan 100.000 euro werd de prospectusplicht en andere informatieplichten vermeden. Uit de praktijk bleek dan ook dat heel wat internetplatformen het maximaal op te halen bedrag via hun platform beperkten tot 100.000 euro.¹⁴⁵

53. Echter, met de invoering van de zesde, en voorlopig laatste uitzondering, heeft de vijfde uitzondering aan belang verloren. De Belgische wetgever verleent nu namelijk een vrijstelling van de prospectusplicht bij de openbare aanbieding van eenvoudige beleggingsinstrumenten¹⁴⁶ wanneer de totale waarde van de openbaar aangeboden effecten minder bedraagt dan 300.000 euro en voor zover elke investeerder maximaal 1.000 euro kan investeren.¹⁴⁷ Dit is een uitzondering specifiek gecreëerd om *equity crowdfunding* te stimuleren door binnen deze voorwaarden de ondernemers vrij te stellen van prospectusverplichtingen. Het is maar zeer de vraag of deze maximale bedragen niet te laag zijn. In Nederland, bijvoorbeeld, is de maximale inleg voor *equity crowdfunding* op dit moment¹⁴⁸ 20.000 euro per belegger per *crowdfunding* platform in plaats van onze 1.000 euro.¹⁴⁹ Daarnaast is de maximale grens in Nederland geen 300.000 euro, maar 2,5 miljoen euro.¹⁵⁰ DOUW & KOREN geven in hun onderzoek aan dat deze restricties in de Belgische wetgeving een van de belemmeringen zijn voor de ontwikkeling van de Belgische *crowdfunding* markt.¹⁵¹ De Belgische wetgever dient dan ook op basis van de gegevens over de *crowdfunding* praktijken en regelingen in het buitenland deze restricties aan te passen om op die manier grotere investeringen en grotere projecten mogelijk te maken.

¹⁴⁴ D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 161, nr. 199.

¹⁴⁵ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 458.

¹⁴⁶ Enkel de openbare uitgiftes van eenvoudige beleggingsinstrumenten kunnen genieten van de vrijstelling van de prospectusplicht aangezien art. 18, §1, j) de meer gesofisticeerde beleggingsinstrumenten van artikel 4, §1, 2° tot 9° prospectuswet uitsluit van de vrijstelling.

¹⁴⁷ Art. 18, §1, j) prospectuswet, zoals ingevoerd door art. 95, 3° van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, BS 7 mei 2014; FSMA, Mededeling van 26 juni 2014, "Coöperaties, participatieplannen en crowdfunding: Overzicht van en praktische instructies bij openbare aanbiedingen die vrijgesteld zijn van de prospectusplicht", FSMA_2014_04, 3 p.

¹⁴⁸ De Nederlandse AFM heeft de wetgever aanbevolen om investeringen boven de 20.000 euro per belegger per *crowdfunding* platform toe te laten, mits toepassing van een 'passendheidstoets'. Zie hiervoor AFM, "Crowdfunding – Naar een duurzame sector; Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector", december 2014, 36.

¹⁴⁹ Art. 1:102 lid 2, juncto 1:105 lid 1 sub c Wet op het financieel toezicht (Wft).

¹⁵⁰ Art. 53, tweede lid van de Vrijstellingsregeling Wet op het financieel toezicht (Wft).

¹⁵¹ DOUW & KOREN, "Crowdfunding in België 2014 – De status van crowdfunding in België", 12 maart 2015, <http://douwenkoren.nl/crowdfunding-in-belgie-2014.pdf>, 11.

b) Prospectusplicht

54. Ondernemers die zich willen financieren via *equity crowdfunding* vallen dus in principe onder de prospectuswetgeving. Enkel wanneer ze zich op een van de uitzonderingen kunnen beroepen, kunnen zij ontkomen aan de prospectusplicht. In de meeste gevallen zal dus gebruik worden gemaakt van de specifieke *crowdfunding* vrijstelling, die echter in vergelijking met Nederland nog te beperkt is om *equity crowdfunding* effectief te stimuleren.

55. Het is van belang om op te merken dat de eerste vijf uitzonderingen allemaal zijn opgenomen in artikel 3 van de prospectuswet. Wanneer de voorwaarden van de uitzonderingen zijn vervuld, heeft dit tot gevolg dat er slechts een private aanbieding en geen openbare aanbieding van effecten plaatsvindt waardoor de gehele prospectuswet niet van toepassing is.

Anders is dit bij de zesde uitzondering. Deze uitzondering is geen uitzondering op het openbare karakter van een aanbieding van effecten, maar is enkel een vrijstelling van de prospectusplicht waarin de prospectuswet voorziet. De uitzondering is dan ook niet te vinden in artikel 3 van de prospectuswet, maar in artikel 18. De aanbiedingen verliezen daardoor niet hun openbare karakter waardoor de andere titels van de prospectuswet nog steeds van toepassing blijven.

c) Reclame en andere documenten met betrekking tot de openbare aanbieding

56. Wanneer een ondernemer zich kan beroepen op de specifieke *equity crowdfunding* uitzondering van artikel 18, dan moet hij geen prospectus uitgeven, maar blijft hij wel gehouden om de verplichtingen uit de prospectuswet na te leven met betrekking tot de inhoud van reclame en andere documenten die handelen over de openbaar uitgegeven effecten.¹⁵² Wanneer een openbare aanbieding door de *equity crowdfunding* vrijstelling is vrijgesteld van de prospectusplicht, gebeurt de controle van de reclame en de andere documenten door FSMA niet voorafgaandelijk, zoals het geval is wanneer een prospectus wordt uitgegeven, maar *a posteriori*.

¹⁵² Titel VI prospectuswet.

d) Bemiddelingsmonopolie

57. Naast de verplichting om een vooraf door de FSMA goedgekeurde prospectus uit te geven bij een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en naast de verplichting om bepaalde informatie op te nemen in reclame en andere documenten over de aangeboden beleggingsinstrumenten, regelt de prospectuswet ook wie die beleggingsinstrumenten mag aanbieden aan het publiek.

58. Eerst en vooral mag de uitgevende vennootschap de effecten zelf aanbieden aan het publiek.¹⁵³ Een vennootschap kan dus op de eigen website aan *equity crowdfunding* doen, zonder beroep te doen op een specifiek *equity crowdfunding* platform.

59. In de meeste gevallen doet een onderneming echter beroep op een derde, een *crowdfunding* platform, om de aandelen aan het publiek aan te bieden.¹⁵⁴ Dit is een lastgevingscontract. Het *equity crowdfunding* platform (de lasthebber) krijgt van de uitgevende vennootschap (de lastgever) de opdracht om voor haar rekening en in haar naam de aandelen aan te bieden.¹⁵⁵

60. Wanneer er sprake is van ‘bemiddeling’ zoals bepaald in artikel 13 van de prospectuswet, is er een bemiddelingsmonopolie voorzien voor bepaalde categorieën van instellingen.¹⁵⁶ Onder bemiddeling wordt hier verstaan: 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 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.¹⁵⁷ Indien een *equity crowdfunding* platform dus bemiddelt zoals gedefinieerd in de prospectuswet, moet het platform in principe het statuut van beleggingsonderneming of kredietinstelling hebben.¹⁵⁸

61. Dit bemiddelingsmonopolie geldt echter niet altijd. Wanneer de aanbiedingen uitsluitend gericht zijn tot gekwalificeerde beleggers, wanneer de aanbiedingen gericht zijn tot minder dan 150 personen per lidstaat van de Europese Economische ruimte of wanneer de totale tegenwaarde van de

¹⁵³ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 5.

¹⁵⁴ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 5.

¹⁵⁵ Art. 1984 BW

¹⁵⁶ Titel V prospectuswet.

¹⁵⁷ Art. 13 prospectuswet.

¹⁵⁸ Art. 56 prospectuswet; FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 5.

aangeboden beleggingsinstrumenten minder is dan 100.000 euro is het bemiddelingsmonopolie niet van toepassing.¹⁵⁹ In deze gevallen hoeven de *equity crowdfunding* platformen dan ook geen specifiek statuut te bezitten. Aangezien deze uitzonderingen niet echt geschikt zijn voor *crowdfunding* initiatieven, maakt dit voor de praktijk van de *equity crowdfunding* platformen dan ook weinig verschil.

Wel een belangrijke uitzondering voor de *equity crowdfunding* platformen is de eerder besproken¹⁶⁰ bijkomende uitzondering op dit bemiddelingsmonopolie ingevoerd door de wet van 25 april 2014. Het bemiddelingsmonopolie is namelijk niet van toepassing wanneer de openbare aanbidding zonder prospectus mag gebeuren onder de voorwaarden bepaald in artikel 18, §1, j) van de prospectuswet.¹⁶¹ Wanneer de ondernemers dus de *equity crowdfunding* uitzondering gebruiken, zijn de *equity crowdfunding* platformen waarop zij een beroep doen, vrijgesteld van de verplichting tot het verkrijgen van het statuut van beleggingsonderneming of kredietinstelling.

62. Een andere manier voor de *equity crowdfunding* platformen om aan het bemiddelingsmonopolie te ontsnappen in de gevallen waarin ze geen beroep kunnen doen op een van de bovenstaande uitzonderingen, is door geen vergoeding, rechtstreeks of onrechtstreeks, te vragen van de vennootschap die haar aandelen aanbiedt.¹⁶² Opdat er sprake is van bemiddeling onder de prospectuswet is namelijk vereist dat de vergoeding voor de diensten van het *equity crowdfunding* platform wordt verleend door de uitgevende vennootschap.¹⁶³ Wanneer *equity crowdfunding* platformen dus hun diensten gratis verlenen aan de uitgevende vennootschappen of enkel een vergoeding vragen van de investeerders of van een derde, bijvoorbeeld ondernemingen die betalen om reclame te plaatsen op de *equity crowdfunding* website, vallen zij buiten het toepassingsgebied van het bemiddelingsmonopolie.¹⁶⁴ Of dit vanuit een economisch perspectief een goede oplossing is voor de *equity crowdfunding* platformen is echter een andere vraag die hier niet verder wordt behandeld.

¹⁵⁹ Art. 55, §2, 2° prospectuswet.

¹⁶⁰ Zie nr. 36.

¹⁶¹ Art. 55, §2, 2° prospectuswet.

¹⁶² D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 181.

¹⁶³ Art. 13 prospectuswet.

¹⁶⁴ D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 181, nr. 157.

e) Artikel 68*bis* van de prospectuswet

63. Artikel 68*bis* van de prospectuswet bepaalt dat slechts bepaalde personen en instellingen in België een beroep mogen doen op het publiek om gelddeposito's of andere terugbetaalbare gelden op zicht, op termijn of met opzegging in te zamelen of in België dergelijke gelddeposito's of terugbetaalbare gelden van het publiek in ontvangst mogen nemen.

64. Om te weten of met deze bepaling rekening moet worden gehouden bij *equity crowdfunding*¹⁶⁵ is het toepassingsgebied van deze bepaling van belang. Daarbij moet worden bekeken wat 'publiek' en 'terugbetaalbare gelden' betekenen.

65. Of er sprake is van een 'beroep op het publiek' in artikel 68*bis* wordt niet op dezelfde manier bepaald als of er sprake is van een openbaar aanbidding in de prospectuswet.¹⁶⁶ De criteria om het publieke karakter te bepalen in de context van artikel 68*bis* liggen namelijk vervat in artikel 1 van het Koninklijk Besluit van 9 oktober 2009 over het openbare karakter van de werving van terugbetaalbare gelden. Een persoon of een instelling wordt geacht terugbetaalbare gelden in ontvangst te nemen van het publiek indien een of meer van de vastgelegde criteria zich voordoen: (1) door de persoon die de terugbetaalbare gelden wil ontvangen, of in diens opdracht, worden reclamemiddelen aangewend gericht tot meer dan 50 personen, om de werving van terugbetaalbare gelden aan te kondigen of aan te bevelen, of, (2) de persoon die terugbetaalbare gelden wil ontvangen, doet rechtstreeks of onrechtstreeks een beroep op een bemiddelaar, of, (3) door de persoon die terugbetaalbare gelden wil ontvangen, of voor diens rekening, worden meer dan 50 mensen gesolliciteerd.

Daarenboven bepaalt artikel 1 van het KB van 9 oktober 2009 verder dat het gebruik van elke techniek die ertoe strekt de werving van deposito's ter kennis van het publiek te brengen, als reclamemiddel wordt beschouwd. Ook het internet is dus een reclamemiddel. Daarnaast stelt artikel 1 ook dat onder bemiddelaar wordt verstaan: elke natuurlijke of rechtspersoon die, zelfs als bijkomstige of tijdelijke werkzaamheid, in welke hoedanigheid ook, tegen vergoeding of voordeel van welke aard ook, rechtstreeks of onrechtstreeks terugbetaalbare gelden in ontvangst neemt voor rekening van de ontvanger, met uitzondering van de kredietinstelling die optreedt in het kader van het betalingsverkeer. Een *crowdfunding* platform dat de terugbetaalbare gelden in ontvangst neemt van de

¹⁶⁵ Zie FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 12 voor de rol van artikel 68*bis* van de prospectuswet van 16 juni 2006 in het kader van *lending-based crowdfunding*.

¹⁶⁶ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 10, voetnoot 19.

investeerders valt dus onder de beschrijving van een bemiddelaar van artikel 1 van het KB van 9 oktober 2009.

Bij *crowdfunding* wordt door een ondernemer (ontvanger van de terugbetaalbare gelden), via een *crowdfunding* platform (bemiddelaar) gebruik gemaakt van het internet (reclamemiddel) om de aanbieding bekend te maken en te verspreiden. Door het gebruik van het internet worden automatisch meer dan 50 personen gesolliciteerd.¹⁶⁷ Er wordt dus een beroep gedaan op het publiek zoals bepaald in artikel 68*bis*. Opdat artikel 68*bis* van toepassing zou zijn, moet er vervolgens ook sprake zijn van ‘terugbetaalbare gelden’.

66. Wat het begrip ‘terugbetaalbare gelden’ betreft, bestaat er geen wettelijke definitie.¹⁶⁸ Echter, volgens de FSMA moet er aan twee voorwaarden zijn voldaan opdat er sprake zou zijn van terugbetaalbare gelden: (1) de gelden moeten ter beschikking staan van diegene die ze ontvangt en die persoon moet ze voor eigen rekening kunnen gebruiken, en (2) de persoon die ze ontvangt moet contractueel verplicht zijn om de gelden ten belope van het nominale bedrag terug te betalen.¹⁶⁹

Bij *equity crowdfunding* worden aandelen aangekocht onder de ontbindende voorwaarde dat het vooropgestelde minimumbedrag niet zal worden opgehaald. De investeerders betalen hun inbreng, maar wanneer het nagestreefde bedrag binnen de inschrijvingsperiode niet wordt bereikt, worden de reeds betaalde inbrengen terugbetaald aan de investeerders. Er is met andere woorden sprake van een beroep op het publiek om gelden in ontvangst te nemen die mogelijks worden terugbetaald.¹⁷⁰

Volgens de FSMA is er, in het geval van *equity crowdfunding*, echter geen sprake van terugbetaalbare gelden wanneer contractueel is bedongen dat het reeds opgehaalde bedrag enkel kan worden gebruikt ofwel voor de effectieve aankoop van de aandelen (indien het vooropgestelde bedrag wordt opgehaald), ofwel voor de terugbetaling (wanneer de ontbindende voorwaarde intreedt).¹⁷¹ In dat geval kan de ondernemer/ontvanger van de gelden immers niet vrij beschikken of voor eigen rekening gebruik maken van de gelden. Voor alle duidelijkheid raadt de FSMA de ondernemers die een beroep

¹⁶⁷ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 462, voetnoot 40.

¹⁶⁸ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 10, voetnoot 20.

¹⁶⁹ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 10, voetnoot 20; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 462, voetnoot 39.

¹⁷⁰ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 11.

¹⁷¹ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 11.

doen op *equity crowdfunding* aan om in het contract te bepalen dat het gebruik van de reeds opgehaalde bedragen tijdens de wachtperiode verboden is en dat de reeds betaalde inbrengen zouden worden gestort op een geblokkeerde rekening.¹⁷² Deze aanbeveling is evenwel overbodig, aangezien artikel 449 W.Venn. al voorziet dat de inbrengen in geld op een bijzondere rekening moeten worden geboekt, die pas ter beschikking staat van de vennootschap nadat de vennootschap is opgericht. Vennootschapsrechtelijk bestaat er dus een plicht om een bijzondere rekening te openen en de ontvangen gelden daarop te plaatsen waardoor de ondernemer er niet vrij kan over beschikken.¹⁷³ Extra contractuele bepalingen zijn dan ook niet noodzakelijk.

C. Conclusie

67. Wanneer aan *equity crowdfunding* wordt gedaan, moet de prospectuswet zeker en vast in ogenschouw worden genomen. Zowel voor het bepalen of al dan niet een prospectus moet worden uitgegeven, als voor de verplichte inhoudelijke bepalingen van reclame en andere documenten met betrekking tot de aanbieding en voor de mogelijke toepassing van het bemiddelingsmonopolie. Artikel 68bis zal doorgaans niet van toepassing zijn, aangezien door een verplichting uit het vennootschapsrecht de betaalde gelden op een bijzondere rekening worden vastgezet.

1.2. De wet op de beleggingsondernemingen

68. Deze wet regelt het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen. Wanneer via een *equity crowdfunding* platform aandelen te koop worden aangeboden kan dit in bepaalde gevallen worden beschouwd als een beleggingsdienst.¹⁷⁴ In dat geval moet het *equity crowdfunding* platform over een vergunning beschikken als beursvennootschap of als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.¹⁷⁵ Ook een kredietinstelling mag alle beleggingsdiensten verrichten zonder bijkomende vergunning.¹⁷⁶ Een vergunning als beursvennootschap moet worden aangevraagd bij de Nationale Bank van België (NBB) en een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies moet worden aangevraagd bij de FSMA.¹⁷⁷ Indien een *equity crowdfunding* platform beleggingsdiensten zou verlenen zonder een van deze vergunningen, dan kan zij daarvoor

¹⁷² FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 12.

¹⁷³ Zie nrs. 167, 174, 205 en 214.

¹⁷⁴ Art. 46, 1° wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁷⁵ Art. 47 wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁷⁶ Art. 45, §1, 1° wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁷⁷ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 9.

strafrechtelijk worden gesanctioneerd.¹⁷⁸ Het is dus niet onbelangrijk om goed te weten of en wanneer een vergunning is vereist.

A. Toepassingsgebied en implicaties voor *equity crowdfunding*

69. Artikel 44 van de wet op de beleggingsondernemingen bepaalt dat deze wet van toepassing is op de ondernemingen waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten of aanbieden van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten.

70. Ten eerste houdt de vereiste van beroepsmatigheid in dat de diensten tegen een vergoeding moeten worden verricht.¹⁷⁹ Net als bij de regeling over het bemiddelingsmonopolie is het gratis verlenen van de diensten als *equity crowdfunding* platform een manier om aan de verplichting tot het verkrijgen van een specifiek statuut te ontsnappen.¹⁸⁰ Een *equity crowdfunding* platform zou geen vergoeding kunnen vragen van de aanbiedende ondernemingen, noch van de investeerders, maar zou zijn inkomsten louter kunnen halen uit reclame die het toelaat op zijn *crowdfunding* website.¹⁸¹ Op die manier kan een *equity crowdfunding* platform alle hieronder beschreven beleggingsactiviteiten verrichten zonder een vergunning te moeten aanvragen.

71. Ten tweede moeten de diensten die het *equity crowdfunding* platform verleent kunnen worden gekwalificeerd als beleggingsdiensten die betrekking hebben op financiële instrumenten. Hierbij moet worden gekeken, enerzijds, naar de invulling van het begrip ‘financiële instrumenten’ en anderzijds, naar de invulling van het begrip ‘beleggingsdienst’.

72. Het begrip ‘financiële instrumenten’ moet worden ingevuld zoals in artikel 2, 1° van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.¹⁸² Deze invulling is beperkter dan de invulling die wordt toegekend aan het begrip ‘beleggingsinstrumenten’ in de prospectuswet, aangezien in de wet van 2 augustus 2002 niet wordt voorzien in een

¹⁷⁸ Art. 148, §4, 1° wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁷⁹ Cass. 4 maart 2003, AR P.02.0978.N, RW 2003-04, afl. 29, 1147, concl. M. DE SWAEF.

¹⁸⁰ Zie nr. 62.

¹⁸¹ D. RAES, “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 181, nr. 157.

¹⁸² Art. 46, 3° wet op de beleggingsondernemingen.

restcategorie.¹⁸³ Wanneer een *equity crowdfunding* platform aandelen te koop aanbiedt, is zeker sprake van financiële instrumenten.¹⁸⁴

73. Het begrip ‘beleggingsdienst’ wordt omschreven in artikel 46, 1° van de wet op de beleggingsondernemingen. Dit artikel bevat een opsomming van alle activiteiten die een beleggingsdienst uitmaken:

- (1) *het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen;*
- (2) *het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten;*
- (3) *het handelen voor eigen rekening;*
- (4) *vermogensbeheer;*
- (5) *beleggingsadvies;*
- (6) *het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie;*
- (7) *het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie;*
- (8) *het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten;*

74. Afhankelijk van platform tot platform en van situatie tot situatie kan het zijn dat de activiteiten die een *equity crowdfunding* platform uitoefent, onder een van de opgesomde beleggingsdiensten vallen. Hier worden verschillende theoretische mogelijkheden bekeken. Het is mogelijk dat bepaalde van deze theoretische mogelijkheden in de praktijk helemaal niet voorkomen. Toch is het relevant om stil te staan en na te denken over de manier waarop een *equity crowdfunding* platform zijn diensten verleent of zou kunnen verlenen en de verschillende juridische kwalificaties die daar het gevolg van zijn.

¹⁸³ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 8; S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 460.

¹⁸⁴ Art. 2, 1°, a) juncto art. 2, 31°, a) wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

- a) Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen

75. De eerste beleggingsactiviteit die in de wet op de beleggingsondernemingen is opgenomen is het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen. De activiteit bij uitstek van een *equity crowdfunding* platform is het fungeren als tussenpersoon tussen de ondernemers en de potentiële investeerders. Het platform kan hierbij worden gebruikt om beide partijen met elkaar in contact te brengen zodat een verrichting tot stand kan komen. Wanneer een *equity crowdfunding* platform deze dienst verleent tegen een vergoeding,¹⁸⁵ moet het hiervoor dus een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of beursvennootschap verkrijgen.¹⁸⁶

- b) Het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten

76. De tweede beleggingsactiviteit die relevant kan zijn voor de activiteiten van een *equity crowdfunding* platform is het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten. De wet definieert dit als ‘optreden om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van één of meer financiële instrumenten voor rekening van cliënten’.¹⁸⁷ Volgens DECOSTER en LEWALLE is er enkel sprake van deze categorie van beleggingsactiviteiten wanneer een *equity crowdfunding* platform deze dienst verleent aan investeerders en niet wanneer deze dienst wordt verleent aan de uitgevende vennootschappen.¹⁸⁸ De wet bepaalt echter dat een ‘cliënt’ iedere natuurlijke of rechtspersoon is voor wie een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en/of nevendiensten verricht.¹⁸⁹ Er is dan ook geen enkele reden om aan te nemen dat een *equity crowdfunding* platform niet onder deze categorie kan vallen wanneer het optreedt voor een uitgevende vennootschap en voor haar rekening aandelen verkoopt. Ook een uitgevende vennootschap kan immers worden beschouwd als een cliënt van het *equity crowdfunding* platform. Er moeten voor deze categorie van beleggingsactiviteit dus drie

¹⁸⁵ Zie nr. 70.

¹⁸⁶ Art. 47, §2 en §3 juncto art. 46, 1°, 1 wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁸⁷ Art. 46, 6° wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁸⁸ S. DECOSTER en C. LEWALLE, “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 461.

¹⁸⁹ Art. 46, 11° wet op de beleggingsondernemingen.

hypotheses worden gemaakt.

77. Een eerste hypothese is het geval waarin een onderneming aan een *equity crowdfunding* platform de opdracht geeft om in naam en voor rekening van de onderneming de uit te geven aandelen aan de investeerders te verkopen onder de ontbindende voorwaarde van het niet ophalen van het vooropgestelde bedrag. Het *equity crowdfunding* platform voert in deze hypothese een order uit voor rekening van haar cliënt want het platform treedt op om een overeenkomst te sluiten met betrekking tot de verkoop van financiële instrumenten voor rekening van de cliënt. Wanneer het *equity crowdfunding* platform deze dienst verleent tegen betaling,¹⁹⁰ is hiervoor een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of beursvennootschap vereist.¹⁹¹ In de meeste gevallen zal het *equity crowdfunding* platform van de onderneming een commissie vragen op het opgehaalde bedrag en zal dus een vergunning noodzakelijk zijn.¹⁹² Deze relatie tussen het *equity crowdfunding* platform en de uitgevende onderneming kan worden gekwalificeerd als een lastgeving en is dan ook onderworpen aan de toepasselijke bepalingen uit het Burgerlijk Wetboek en de loonmatigingsbevoegdheid van de rechter.¹⁹³

78. Een tweede hypothese is het geval waarin het *equity crowdfunding* platform geen opdracht heeft gekregen van de uitgevende onderneming om de aandelen te verkopen, maar enkel een plaats biedt aan de onderneming om haar aandelen zelf te koop aan te bieden. Het is mogelijk, hoewel vrij onwaarschijnlijk in de praktijk, dat het *equity crowdfunding* platform handelt in naam en voor rekening van een bepaalde investeerder. Wanneer een investeerder een *equity crowdfunding* platform de opdracht zou geven om voor zijn rekening aandelen aan te kopen van een bepaalde onderneming, dan voert het *equity crowdfunding* platform orders uit voor rekening van een cliënt.¹⁹⁴ Echter, zelfs al zou deze situatie zich in de praktijk voordoen, het uitvoeren van de orders voor rekening van de investeerders gebeurt meestal kosteloos¹⁹⁵ en kan dan ook niet worden beschouwd als een beleggingsdienst onder de wet op de beleggingsondernemingen.¹⁹⁶ Een vergunning zal bijgevolg niet vereist zijn. Ook deze relatie tussen het *equity crowdfunding* platform en de investeerder is in dit

¹⁹⁰ Zie nr. 70.

¹⁹¹ Art. 47, §2 en §3 juncto art. 46, 1°, 2 wet op de beleggingsondernemingen.

¹⁹² P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 293.

¹⁹³ Art. 1984 en volgende BW.

¹⁹⁴ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 461.

¹⁹⁵ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 293.

¹⁹⁶ Zie nr. 70.

geval te kwalificeren als een lastgeving.¹⁹⁷

79. Een situatie waarin zowel de eerste hypothese (het *equity crowdfunding* platform treedt op als lasthebber van de uitgevende onderneming) als de tweede hypothese (het *equity crowdfunding* platform treedt op als lasthebber van de investeerder) zich tegelijk voordoen, is in strijd met het beginsel dat de lasthebber nooit de tegenpartij van de lastgever mag zijn.¹⁹⁸ Het is dan ook van belang dat het *equity crowdfunding* platform zich daarvan bewust is en slechts ten aanzien van een van de partijen een lastgevingsopdracht aanvaardt.

80. Een derde en laatste hypothese is het geval waarin het *equity crowdfunding* platform voor geen van beide partijen optreedt als lasthebber en enkel als contactpersoon tussenkomt. In dat geval verleent het platform niet de beleggingsdienst van het uitvoeren van orders voor rekening van een cliënt, maar mogelijks wel een andere beleggingsdienst, zijnde de eerder besproken beleggingsdienst van het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen¹⁹⁹ of het plaatsen van financiële instrumenten.²⁰⁰

c) Het verlenen van beleggingsadvies

81. Een derde beleggingsactiviteit die een *equity crowdfunding* platform mogelijks onderneemt, is het verlenen van beleggingsadvies. De wet definieert het verlenen van beleggingsadvies als het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek, hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer verrichtingen die betrekking hebben op financiële instrumenten.²⁰¹ De activiteiten van een *equity crowdfunding* platform hebben betrekking op aandelen en kunnen dus onder deze categorie van beleggingsdienst vallen wanneer ze een gepersonaliseerde aanbeveling uitmaken.

Een gepersonaliseerde aanbeveling is een aanbeveling die wordt voorgesteld als een aanbeveling die geschikt is voor de betrokken persoon, of berust op een afweging van diens persoonlijke

¹⁹⁷ Art. 1984 en volgende BW.

¹⁹⁸ Art. 1596 BW; Cass. 7 december 1978, *Arr.Cass.* 1978-79, 407; Cass. 18 maart 2004, *RW* 2004-2005, 303; Cass. 13 september 2012, *RW* 2013-2014, 1100.

¹⁹⁹ Zie nr. 75.

²⁰⁰ Zie nrs. 83-85.

²⁰¹ Art. 46, 9° wet op de beleggingsondernemingen.

omstandigheden en als oogmerk heeft dat één van de volgende reeks stappen wordt gezet: (1) een bepaald financieel instrument wordt gekocht, verkocht, geruild, te gelde gemaakt, gehouden, overgenomen of er wordt daarop ingetekend of (2) een aan een bepaald financieel instrument verbonden recht wordt uitgeoefend of juist niet uitgeoefend om een financieel instrument te kopen, te verkopen, te ruilen, te gelde te maken of daarop in te tekenen.²⁰² Daarenboven stelt de wet dat een aanbeveling geen gepersonaliseerde aanbeveling is als deze uitsluitend via distributiekkanalen, in de zin van artikel 2, eerste lid, 26°, van de wet van 2 augustus 2002, of aan het publiek wordt gedaan.²⁰³ Dit artikel bepaalt dat distributiekkanalen kanalen zijn waarlangs informatie openbaar wordt of kan worden, waarmee wordt bedoeld dat informatie beschikbaar wordt voor een groot aantal personen.

82. Wanneer een *equity crowdfunding* platform zodanig te werk zou gaan dat investeerders op de website een profiel moeten aanmaken waarbij ze een aantal gegevens moeten verstrekken (loon, ervaring met beleggen, beroep, doel van de beleggingen, risiconiveau, type onderneming en sector waarin ze geïnteresseerd zijn, enz.) op basis waarvan het *equity crowdfunding* platform dan een rangschikking toont van de meest geschikte beschikbare *crowdfunding* projecten of deze projecten in de grootste kaders en met de meeste nadruk laat verschijnen op het persoonlijk profiel van de investeerder, dan zou kunnen worden geargumenteed dat het *equity crowdfunding* platform op die manier een aanbeveling geeft die geschikt is voor de betrokken investeerder, gebaseerd op zijn persoonlijke omstandigheden en met als oogmerk dat aandelen worden gekocht. Wanneer een *equity crowdfunding* platform zo te werk gaat, zou dit kunnen worden gekwalificeerd als beleggingsadvies en aldus een beleggingsactiviteit uitmaken waarvoor een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies is vereist.²⁰⁴ Echter, ook hier zal de vergunning enkel noodzakelijk zijn wanneer het *equity crowdfunding* platform een vergoeding ontvangt van de investeerder,²⁰⁵ wat in de praktijk meestal niet het geval is.²⁰⁶

²⁰² Art. 46, 10°, eerste lid wet op de beleggingsondernemingen.

²⁰³ Art. 46, 10°, tweede lid wet op de beleggingsondernemingen.

²⁰⁴ Art. 47, §2 en §3 juncto art. 46, 1°, 5 van de wet op de beleggingsondernemingen.

²⁰⁵ Zie nr. 70.

²⁰⁶ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 293.

- d) Het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie en het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie

83. De beleggingsactiviteiten die in de praktijk wellicht het dichtste aanleunen bij wat *equity crowdfunding* platformen doen, zijn de activiteiten van het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie en het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie. Het plaatsen van financiële instrumenten wordt in de wet niet verder gedefinieerd, maar wordt algemeen beschreven als het zoeken naar inschrijvers voor rekening van een uitgevende vennootschap.²⁰⁷ De Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), de voorloper van de huidige FSMA, heeft in haar jaarverslag van 2004²⁰⁸ twee elementen aangegeven die over het algemeen worden beschouwd als onderdelen van het verlenen van een plaatsingsdienst.²⁰⁹ Het eerste element is het bestaan van een schriftelijke of stilzwijgende plaatsingsovereenkomst die een uitgevende vennootschap en een bemiddelaar verbindt, en op grond waarvan de bemiddelaar voor rekening van de uitgevende vennootschap optreedt. Het tweede element is dat hiervoor een vergoeding wordt betaald door de uitgevende vennootschap aan de bemiddelaar. Verder stelde de CBFA ook dat de bemiddelaar doorgaans middelen gebruikt om in contact te komen met potentiële investeerders. Er is met andere woorden sprake van een actieve bemiddelaar en niet van een loutere publicatie van de te koop zijnde financiële instrumenten.²¹⁰

84. Wanneer we deze omschrijving van een plaatsingsdienst toepassen op de activiteiten die een *equity crowdfunding* platform doorgaans verricht, is snel duidelijk dat de activiteiten van een *equity crowdfunding* platform een plaatsingsdienst uitmaken waarvoor een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies en/of beursvennootschap is vereist.²¹¹ Zoals de FSMA in haar Mededeling van 12 juli 2012 aangeeft, bieden de meeste *equity crowdfunding* platformen de ondernemingen een etalage aan waarbij de geïnteresseerde investeerders, via het platform, intekenen op de projecten. In ruil voor deze dienst vragen de platformen een commissie op het opgehaalde

²⁰⁷ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 460.

²⁰⁸ CBFA, *jaarverslag DC 2004*, 57.

²⁰⁹ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, "Reglementair kader voor crowdfunding", FSMA_2012_15, 8.

²¹⁰ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 461.

²¹¹ Art. 47, §2 en §3 juncto art. 46, 1°, 6 en 7 wet op de beleggingsondernemingen. Voor het plaatsen van aandelen zonder plaatsingsgarantie volstaat zowel een vergunning als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, als een vergunning als beursvennootschap. Voor het plaatsen van aandelen met plaatsingsgarantie is een vergunning als beursvennootschap vereist.

bedrag.²¹²

85. Tot slot is het hierbij nuttig om op te merken dat opdat de wet op de beleggingsondernemingen van toepassing zou zijn niet vereist is dat de aandelen openbaar worden aangeboden in de zin van de prospectuswet. Ook private aanbiedingen van financiële instrumenten tegen een vergoeding vereisen een vergunning.²¹³

e) Het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten

86. De laatste beleggingsactiviteit waarvan sprake kan zijn in het kader van de activiteiten van een *equity crowdfunding* platform is het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten.²¹⁴ De wet definieert een multilaterale handelsfaciliteit (Multilateral Trading Facility – MTF) als een door een beleggingsonderneming, een kredietinstelling of een marktonderneming geëxploiteerd multilateraal systeem dat verschillende koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig het bepaalde in hoofdstuk II van de wet van 2 augustus 2002 of titel II van de Richtlijn 2004/39/EG.²¹⁵ Wanneer een *equity crowdfunding* platform een markt organiseert waar de investeerders hun gekochte aandelen op zodanige wijze onderling kunnen overdragen en daarvoor een vergoeding ontvangt, dan is daarvoor een vergunning als beursvennootschap vereist.²¹⁶

B. Conclusie

87. Afhankelijk van welke activiteiten een *equity crowdfunding* platform verricht en aanbiedt aan de ondernemingen en de investeerders, zal daarvoor een vergunning noodzakelijk zijn. Belangrijk is dat een vergunning slechts wordt vereist wanneer de beleggingsactiviteiten beroepsmatig worden uitgeoefend, wat betekent dat voor het verlenen van die dienst een vergoeding wordt ontvangen.²¹⁷

²¹² FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 8.

²¹³ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 8.

²¹⁴ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 9.

²¹⁵ Art. 46, 14° wet op de beleggingsondernemingen.

²¹⁶ Art. 47, §2 en §3 juncto art. 46, 1°, 8 wet op de beleggingsondernemingen.

²¹⁷ Zie nr. 70.

1.3. De wet op de betalingsinstellingen

88. Behoudens een uitzondering voor een aantal instellingen, voert deze wet een specifieke vergunningsplicht in voor instellingen die betalingsdiensten willen verlenen.²¹⁸ Entiteiten die betalingsdiensten willen verlenen moeten het statuut van een ‘betalingsinstelling’ verkrijgen bij de Nationale Bank van België.²¹⁹ Ook in deze wet wordt het aanbieden van betalingsdiensten zonder de vereiste vergunning strafrechtelijk gesanctioneerd,²²⁰ waardoor het niet onbelangrijk is te weten of in het kader van *equity crowdfunding* activiteiten een vergunning al dan niet is vereist.

A. Toepassingsgebied en implicaties voor *equity crowdfunding*

89. Een vergunning als betalingsinstelling is vereist voor het verlenen van een betalingsdienst. De wet bepaalt dat onder een betalingsdienst moet worden verstaan ‘elke bedrijfsactiviteit bedoeld in bijlage I bij deze wet’.²²¹ De betalingsdienst uit bijlage I die waarschijnlijk het meest relevant is voor *equity crowdfunding* activiteiten is de dienst van het verlenen van ‘geldtransfers’.²²² Het verlenen van geldtransfers wordt op zijn beurt weer gedefinieerd door de wet als een betalingsdienst waarbij, zonder opening van betaalrekeningen op naam van de betaler of de begunstigde, van een betaler geldmiddelen worden ontvangen met als enig doel het daarmee overeenstemmende bedrag over te maken aan een begunstigde of aan een andere, voor rekening van de begunstigde handelende betalingsdienstaanbieder, en/of waarbij de geldmiddelen voor rekening van de begunstigde worden ontvangen en aan de begunstigde beschikbaar worden gesteld.²²³

90. In het kader van *equity crowdfunding* is het mogelijk dat een *equity crowdfunding* platform niet enkel optreedt als bemiddelaar en als contactpersoon tussen de investeerders en de ondernemers, maar ook als tussenpersoon bij het overmaken van de geïnvesteerde bedragen van de investeerders aan de ondernemers. In dat geval ontvangt het platform geldmiddelen van de investeerder (betaler) met als enige doel dat bedrag over te maken aan de ondernemer (begunstigde) en is dus een vergunning als betalingsinstelling vereist.

²¹⁸ Art. 5 en 6 wet op de betalingsinstellingen.

²¹⁹ Art. 6, lid 1 wet op de betalingsinstellingen.

²²⁰ Art. 51, 1°, juncto art. 5, 6° wet op de betalingsinstellingen.

²²¹ Art. 4, 1° wet op de betalingsinstellingen.

²²² Punt 5 van Bijlage I wet op de betalingsinstellingen.

²²³ Art. 4, 12° wet op de betalingsinstellingen.

B. Conclusie

91. Opnieuw blijkt dat, afhankelijk van welke diensten een *equity crowdfunding* platform verleent, een bepaalde vergunning noodzakelijk kan zijn. Om dergelijke vergunning te verkrijgen moet aan een aantal voorwaarden zijn voldaan en na het verkrijgen van het statuut wordt ook de werking van de instelling strikt gereguleerd.²²⁴ Het is aannemelijk dat *equity crowdfunding* platformen al deze voorwaarden en de strikte regeling van hun werking liever vermijden.

§2 ANDERE REGELGEVING

92. Naast de financiële reglementering waarvan de naleving onder het toezicht van de FSMA valt,²²⁵ zijn er uiteraard nog andere wettelijke bepalingen van toepassing op *equity crowdfunding*. In het kader van deze masterproef worden hiervan slechts enkele, de meest relevante, kort besproken, namelijk (1) het consumentenrecht en (2) de bepalingen van toepassing op het sluiten van contracten langs elektronische weg.

2.1. Het consumentenrecht

93. Zonder de consumentenrechtelijke implicaties grondig te bespreken, is het evenwel onmogelijk om in het kader van deze masterproef niet kort aan te geven dat bij *equity crowdfunding* ook rekening moet worden gehouden met het consumentenrecht.²²⁶

A. Toepassingsgebied en implicaties voor *equity crowdfunding*

94. De bepalingen van boek VI van het Wetboek Economisch Recht (WER) die de regels met betrekking tot marktpraktijken en consumentenbescherming bevatten,²²⁷ zijn van toepassing wanneer een onderneming goederen of diensten verkoopt aan een consument. Het WER geeft een eigen definitie van de begrippen ‘onderneming’, ‘consument’ en ‘goederen of diensten’.

Art.I.1, 1° WER definieert een onderneming als elke natuurlijke persoon of rechtspersoon die op een

²²⁴ Art. 6 tot 48 wet op de betalingsinstellingen.

²²⁵ Art. 45 wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

²²⁶ FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, FSMA_2012_15, 1, voetnoot 2.

²²⁷ Art. VI.1, §1, eerste lid WER.

duurzame wijze een economisch doel nastreeft. Een *equity crowdfunding* platform dat aandelen aanbiedt of ondernemers die een beroep doen op een *equity crowdfunding* platform om aandelen te verkopen streven daarbij op een duurzame wijze een economisch doel na en kunnen dan ook worden beschouwd als ondernemingen in de zin van art.I.1, 1° WER.

Art.I.1, 2° WER definieert vervolgens een consument als iedere natuurlijke persoon die handelt voor doeleinden die buiten zijn handels-, bedrijfs-, ambachts- of beroepsactiviteit vallen. Hoewel ook rechtspersonen en natuurlijke personen die aandelen kopen binnen hun beroepsactiviteit via *equity crowdfunding* kunnen investeren, is het hoofdzakelijke doel van *crowdfunding* nog steeds om een grote hoeveelheid geld op te halen bij vele kleine investeerders die dit niet voor beroepsdoeleinden doen en dus als een consument in de zin van artikel I.1, 2° WER moeten worden beschouwd.²²⁸

Tot slot definieert de wet ook wat onder goederen en diensten moet worden verstaan. Met goederen bedoelt de wet alle lichamelijke roerende zaken.²²⁹ Aandelen zijn lichamelijke roerende zaken en vallen dus onder het toepassingsgebied van deze bepalingen. Het begrip dienst wordt door de wet ingevuld als elke prestatie verricht door een onderneming in het kader van haar professionele activiteit of in uitvoering van haar statutair doel.²³⁰ De diensten die een *equity crowdfunding* platform in het kader van *equity crowdfunding* verleent aan ondernemers of investeerders vallen normalerwijze binnen het kader van de professionele activiteit van het platform en het consumentenrecht kan dan ook van toepassing zijn.

95. Wanneer een *equity crowdfunding* platform diensten verleent aan de investeerders (consumenten) en wanneer de ondernemers via *equity crowdfunding* aandelen (goederen) proberen te verkopen aan investeerders (consumenten) dan moeten zij derhalve de bepalingen van boek VI WER naleven.²³¹

96. Omdat bij *equity crowdfunding* gebruik wordt gemaakt van het internet om de overeenkomsten te sluiten, is er bovendien sprake van overeenkomsten op afstand. Artikel I.8, 15° WER definieert een overeenkomst op afstand als iedere overeenkomst die tussen de onderneming en

²²⁸ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 464, voetnoot 51.

²²⁹ Art. I.1, 6° WER.

²³⁰ Art. I.1, 5° WER.

²³¹ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 464.

de consument wordt gesloten in het kader van een georganiseerd systeem voor verkoop of dienstverlening op afstand zonder gelijktijdige fysieke aanwezigheid van de onderneming en de consument en waarbij, tot op en met inbegrip van het moment waarop de overeenkomst wordt gesloten, uitsluitend gebruik wordt gemaakt van een of meer technieken voor communicatie op afstand. Artikel I.8, 16° bepaalt vervolgens dat onder een techniek voor communicatie op afstand moet worden begrepen ieder middel dat, zonder gelijktijdige fysieke aanwezigheid van onderneming en consument, kan worden gebruikt voor de sluiting van de overeenkomst tussen deze partijen. Het hoeft geen betoog dat internet als een techniek voor communicatie op afstand kan worden beschouwd. Daarnaast is er bij *equity crowdfunding* duidelijk sprake van een georganiseerd systeem voor de verkoop van aandelen of voor de verlening van diensten op afstand, waarbij er geen fysiek contact is tussen de ondernemer of het *equity crowdfunding* platform en de investeerder (consument). Er kan met andere woorden worden besloten dat de bepalingen met betrekking tot overeenkomsten op afstand²³² van toepassing zijn op de overeenkomsten die worden gesloten via *equity crowdfunding*.²³³

97. Wanneer, zoals bekeken bij de theoretische mogelijkheden onder de wet op de beleggingsondernemingen,²³⁴ een *equity crowdfunding* platform beleggingsdiensten verricht voor investeerders (consumenten), dan is er tussen het *equity crowdfunding* platform en de consument sprake van een overeenkomst op afstand met betrekking tot financiële diensten. Artikel I.8, 18° WER omschrijft het begrip financiële dienst namelijk als iedere dienst van bancaire aard of op het gebied van kredietverstrekking, verzekering, individuele pensioenen, beleggingen en betalingen. Voor dergelijke overeenkomsten op afstand met betrekking tot financiële diensten gelden specifieke bepalingen.²³⁵ De overeenkomsten op afstand gesloten tussen de ondernemers en de consumenten vallen hier niet onder, aangezien hier sprake is van een verkoopovereenkomst en niet van een overeenkomst voor het verlenen van een dienst.

B. Conclusie

98. Wanneer aan *equity crowdfunding* wordt gedaan, moet zeker en vast rekening worden gehouden met het consumentenrecht. Dit brengt heel wat informatieverplichtingen met zich mee. Indien echter een *equity crowdfunding* platform, zoals in de meeste gevallen, enkel diensten verricht

²³² Art. VI.45 tot VI.63 WER.

²³³ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 464.

²³⁴ Zie nrs. 76, 78, 81-82.

²³⁵ Art. VI.54 tot VI.61 WER.

voor de ondernemers en niet voor de investeerders, handelen zij niet met consumenten en zijn de bepalingen van het consumentenrecht dan ook niet van toepassing. Anderzijds, aangezien *equity crowdfunding* platformen vaak als lasthebber van de ondernemers optreden bij de verkoop van de aandelen aan de consumenten, zullen zij, voor rekening van de ondernemers, weldegelijk het consumentenrecht moeten naleven. Voor de ondernemers die een beroep doen op *equity crowdfunding* om hun aandelen te verkopen aan consumenten zullen de bepalingen van het consumentenrecht immers wel van toepassing zijn.

2.2. Bepalingen van toepassing op het sluiten van contracten langs elektronische weg

99. Als laatste onderdeel wordt aandacht gegeven aan de wetgeving die van toepassing is op het sluiten van contracten langs elektronische weg. Aangezien in geval van *equity crowdfunding* het gehele koop-verkoopproces van de aandelen via een *equity crowdfunding* platform verloopt, zijn de contracten die hierbij tot stand komen elektronisch gesloten contracten.

100. Boek XII WER ‘Recht van de elektronische economie’ zet de Europese Richtlijn 2000/31/EG van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2000 betreffende bepaalde juridische aspecten van de diensten van de informatiemaatschappij, met name de elektronische handel, in de interne markt, om in het Belgische recht. Meer concreet bevat Hoofdstuk 5 van Boek XII WER de bepalingen voor het sluiten van contracten langs elektronische weg.

De wet bepaalt dat aan de wettelijke of reglementaire vormvereisten voor de totstandkoming van contracten is voldaan wanneer de functionele kwaliteiten van de vormvereisten zijn gevrijwaard.²³⁶ De wet verduidelijkt dat aan het vereiste van een geschrift is voldaan door een opeenvolging van verstaanbare tekens die toegankelijk zijn voor een latere raadpleging, welke ook de drager ervan is.²³⁷ Een e-mail of een pdf-document die beschikbaar worden bij het sluiten van de overeenkomst voldoen hier bijvoorbeeld aan. Daarnaast stelt de wet dat aan de vereiste van een handtekening is voldaan wanneer een geheel van elektronische gegevens aan een bepaalde persoon kan worden toegerekend en het behoud van de integriteit van de inhoud van de akte aantoont.²³⁸ Een voorbeeld van een geldige elektronisch handtekening is een handtekening die gevormd wordt met de identiteitskaart van de betrokkene en een kaartlezer.

²³⁶ Art. XII. 15, §1, eerste lid WER.

²³⁷ Art. XII. 15, §2, eerste streepje WER.

²³⁸ Art. XII. 15, §2, tweede streepje, juncto art. 1322, tweede lid BW.

101. Aangezien het op basis van de besproken artikelen mogelijk is om op elektronisch wijze contracten te sluiten, is dit in elk geval geen belemmering voor de ontwikkeling van *equity crowdfunding*.

§3 CONCLUSIE HOOFDSTUK II

102. Na het bestuderen van het bestaande juridische kader voor *equity crowdfunding*, blijkt dat, afhankelijk van hoe de ondernemers en de platformen hun *equity crowdfunding* initiatief organiseren, aan wie ze het aanbieden en welk bedrag ze willen ophalen, verschillende regels toepassing kunnen vinden. Voor de ondernemers is het vooral van belang aandacht te hebben voor de prospectuswet en de consumentenrechtelijke bepalingen. De *equity crowdfunding* platformen moeten daarentegen rekening houden met de prospectuswet, de wet op de beleggingsondernemingen, de wet op de betalingsinstellingen en het consumentenrecht, aangezien zij vaak als lasthebber van de ondernemers zullen optreden. De prospectuswet en de wet op de beleggingsondernemingen vereisen beide een vergunning als beursvennootschap of als vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies. Zelfs in de gevallen waarin de ondernemers een beroep doen op de *equity crowdfunding* uitzondering en het bemiddelingsmonopolie van de prospectuswet dus niet van toepassing is, blijft een vergunning vereist door de wet op de beleggingsondernemingen, tenzij de platformen geen vergoeding zouden vragen voor de beleggingsdiensten. Daarenboven moeten de platformen in de meeste gevallen ook het statuut van betalingsinstelling verkrijgen. Tot slot werd vastgesteld dat hoofdstuk 5 van Boek XII WER het mogelijk maakt om de nodige contracten via elektronische weg te sluiten, wat zeker en vast belangrijk is voor de praktijk van *equity crowdfunding*.

HOOFDSTUK III: POSITIES VAN DE ACTOREN IN HET EQUITY CROWDFUNDING PROCES EN MOGELIJKHEID VOOR REGULERING

103. In dit derde hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de derde subvraag: **Hoe ziet een specifieke *equity crowdfunding* wetgeving er best uit en wat houdt die in?**

Na de situering en de bespreking van het begrip *equity crowdfunding*²³⁹ en na het bekijken van een aantal specifieke wetteksten die van toepassing kunnen zijn in geval van *equity crowdfunding*,²⁴⁰ wordt nu het *equity crowdfunding* proces bekeken vanuit de positie van de verschillende actoren die daarin een rol spelen. De te onderscheiden actoren zijn (1) de investeerders, (2) de ondernemers die aandelen te koop aanbieden via een *equity crowdfunding* platform en (3) de *equity crowdfunding* platformen. Bij het bekijken van de verschillende actoren rijst de vraag op welk niveau (het niveau van de investeerders, het niveau van de ondernemers of het niveau van de platformen) een *equity crowdfunding* regulering het meest geschikt is. Daarbij is het doel van de regulering om het fenomeen *equity crowdfunding* zo flexibel mogelijk in te richten en toch voldoende bescherming te bieden aan de investeerders om zo het vertrouwen in *equity crowdfunding* en meer algemeen in de financiële markt in stand te houden.

104. Wanneer men de activiteiten van een *equity crowdfunding* platform onder de loep neemt, dan stelt men vast dat een *equity crowdfunding* platform eigenlijk een primaire kapitaalmarkt organiseert. Dergelijke platformen creëren namelijk een markt waar investeerders en vennootschappen die aandelen uitgeven met elkaar in contact komen.²⁴¹ Het is mogelijk dat een *equity crowdfunding* platform op haar website ook een secundaire markt organiseert, waarbij de investeerders onderling aandelen kopen en verkopen, maar deze hypothese valt buiten het bestek van deze masterproef. Het is in het kader van dergelijke primaire kapitaalmarkt dat de posities van de verschillende actoren worden bekeken.

§1 DE INVESTEERDERS

105. De eerste categorie van actoren in het *equity crowdfunding* proces zijn de investeerders. In theorie kan bij investeringen en beleggingen een onderscheid worden gemaakt tussen professionele en

²³⁹ Zie Hoofdstuk I.

²⁴⁰ Zie Hoofdstuk II.

²⁴¹ K. BYTTEBIER, *Handboek Financieel Recht*, Antwerpen, Kluwer, 1995, 365, nr. 599.

niet-professionele investeerders. Echter, *equity crowdfunding* heeft tot doel om via het gebruik van het internet zo veel mogelijk investeerders aan te spreken.²⁴² De categorie investeerders in het geval van *equity crowdfunding* bestaat dan ook uit iedereen die internet ter beschikking heeft. Zowel professionele als niet-professionele investeerders maken aldus deel uit van de investeerders.

106. Om *equity crowdfunding* te stimuleren lijkt het niveau van de investeerders niet het meest geschikte terrein voor een flexibele *equity crowdfunding* regulering. Wanneer regulering wordt voorzien voor deze categorie, dan worden de investeerders zelf of de investeringen die zij willen doen aan voorwaarden onderworpen. Dit heeft een belemmerende werking in plaats van een stimulerende werking. Een voorbeeld van de belemmerende werking van regels op het niveau van de investeerders is de invoering van de nieuwe uitzondering op de prospectusplicht door de wet van 25 april 2014.²⁴³ Ondernemers worden enkel vrijgesteld van de prospectusplicht voor zover de totale waarde van uitgegeven aandelen niet meer bedraagt dan 300.000 euro en voor zover elke investeerder niet meer dan 1.000 euro kan investeren. Zoals eerder ook al werd aangegeven, lijken deze investeringslimieten te laag.²⁴⁴ In Nederland, waar de limieten nu al substantieel hoger liggen dan in België,²⁴⁵ wordt door de Nederlandse tegenhanger van de FSMA, de AFM, aanbevolen om deze limieten te schrappen en te vervangen door een nieuw systeem van controle.²⁴⁶ Ook DOUW & KOREN geven in hun onderzoek aan dat deze restricties in de Belgische wetgeving een van de belemmeringen zijn voor de ontwikkeling van de Belgische *crowdfunding* markt.²⁴⁷ In het vervolg van deze masterproef wordt er dan ook vanuit gegaan dat de limieten van de *equity crowdfunding* substantieel worden verhoogd.

107. Naast het belang om een flexibel en minder kostelijk *equity crowdfunding* systeem te creëren voor de ondernemers waarbij vrijstellingen worden voorzien van verplichtingen zoals de prospectusplicht, moet ook worden voorkomen dat investeerders in een juridisch vacuüm terecht komen wanneer de prospectusplicht en de bijhorende prospectusaansprakelijkheid niet van toepassing zijn. Wanneer er onduidelijkheid en onzekerheid bestaat over het wettelijk kader en de toe te passen regels, zullen investeerders immers niet snel geneigd zijn om een investering te doen, ook al

²⁴² Zie nrs. 7-8.

²⁴³ Zie nrs. 35, 53.

²⁴⁴ Zie nr 53.

²⁴⁵ Er is namelijk een vrijstelling van de prospectusplicht wanneer de totale tegenwaarde van de aangeboden aandelen tot 2,5 miljoen euro bedraagt en de maximale inleg per belegger per *equity crowdfunding* platform 20.000 euro bedraagt.

²⁴⁶ AFM, "Crowdfunding – Naar een duurzame sector; Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector", december 2014, 36.

²⁴⁷ DOUW & KOREN, "Crowdfunding in België 2014 – De status van crowdfunding in België", 12 maart 2015, <http://douwenkoren.nl/crowdfunding-in-belgie-2014.pdf>, 11.

gaat het niet om enorme bedragen. Los van wie er investeert en hoeveel die persoon investeert moet er een duidelijk kader bestaan voor hoe met de investering moet worden omgegaan door de andere actoren in het *equity crowdfunding* proces.

108. In het licht van deze opmerkingen lijkt het dan ook beter om een *equity crowdfunding* regeling uit te werken op een ander niveau dan dat van de investeerders.²⁴⁸ Desalniettemin zijn er nog drie zaken die vanuit de positie van de investeerders bekeken relevant zijn in het kader van *equity crowdfunding*: (1) de risico's verbonden aan investeren via *equity crowdfunding*, (2) de mogelijke beschermingsmechanismen om deze risico's te beperken en (3) de vraag of het grote publiek voldoende kennis en ervaring heeft om rendabele projecten te selecteren (*crowd wisdom*).

1.1. Risico's verbonden aan *equity crowdfunding*

109. *Equity crowdfunding* is, net zoals *crowdfunding* in het algemeen, een erg risicovolle investering.²⁴⁹ Eerst en vooral houdt een investering altijd een risico in. Daarenboven worden via *equity crowdfunding* hoofdzakelijk jonge en startende ondernemingen gefinancierd. Risico is eigen aan deze projecten die een beroep doen op *equity crowdfunding*.²⁵⁰

Dergelijke *start-ups* brengen altijd een grote onzekerheid met zich mee over de verdere ontwikkeling en groei van de onderneming. De startende ondernemingen mogen dan wel een financieel plan hebben,²⁵¹ de waarde daarvan is vrij beperkt voor de investeerders. Ten eerste is het hebben van een financieel plan geen vereiste voor de geldige oprichting van een vennootschap.²⁵² Ten tweede en ten derde stelt de wet naast de verantwoording van het kapitaalbedrag geen verdere inhoudelijke vereisten en wordt dit financieel plan niet openbaar gemaakt maar door de notaris bewaard.²⁵³ De uitgevende

²⁴⁸ Zie hiervoor Hoofdstuk III, §1, nrs. 127-130, en Hoofdstuk III, §3.

²⁴⁹ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 108.

²⁵⁰ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 99 en 105; D. MASHBURN, "The anti-crowd pleaser: fixing the crowdfund act's hidden risks and inadequate remedies", *Emory L.J.* 2013, Vol. 63, (127) 158-162; D. RAES, "Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique", in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, (85) 98, nr. 16; M. B. DORFF, "The Siren Call of Equity Crowdfunding", 34 p, <http://ssrn.com/abstract=2325634>; S. J. CHOI, "Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 31.

²⁵¹ Art. 440 W.Venn.

²⁵² K. GEENS en H. LAGA, "Overzicht van rechtspraak vennootschappen 1986-1991", *T.P.R.* 1993, 1025, nr. 105; M. WYCKAERT, *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 193, nr. 252; R. VAN BOVEN, "Het financieel plan: de juridische aspecten", *Acc. & Tax* 2005, afl. 3, 15, nr. 5; T. COOREMAN, "Het belang van het financieel plan", *De Venn.* 2008, afl. 7, 4.

²⁵³ Art. 440 W.Venn.; X., "De rol van het financieel plan", *De Venn.* 2005, afl. 5, 13.

vennootschap is dus helemaal niet verplicht om dit financieel plan en de informatie die erin vervat ligt aan de investeerders voor te leggen.

Wanneer *start-ups* echter investeerders willen overtuigen om in hen te investeren, zullen ze toch bepaalde informatie moeten geven om aan te tonen dat ze een business plan hebben. Dergelijk business plan is evenwel slechts een projectie van de verwachte (en gehoopte) gang van zaken. In de beginfase van een *start-up* zijn deze projecties echter heel onzeker aangezien alle belangrijke beslissingen nog moeten worden genomen, aangezien niet zeker is wat het resultaat zal zijn van de ondernemingsactiviteiten en aangezien de kwaliteiten van het management en de leidinggevende figuren binnen de *start-up* niet bekend zijn.²⁵⁴

110. Bovendien kan worden geargumenteed dat de projecten die via *equity crowdfunding* platformen worden aangeboden nog iets risicovoller zijn dan gewone investeringen. Ondernemers gaan immers vaak pas een beroep doen op *equity crowdfunding* omdat ze niet op een andere manier aan de nodige financiering geraken. Met andere woorden, vaak zal een project pas op een *equity crowdfunding* platform terechtkomen nadat de banken, de *private equity* kantoren, de *business angels* en de andere traditionele financieringsbronnen na een grondige beoordeling van het project geen financiering wilden verlenen. Indien de projecten niet te risicovol zouden zijn of indien de projecten een grote kans op slagen zouden hebben, dan zouden deze traditionele financieringsbronnen waarschijnlijk wel kiezen om financiering te verlenen en zou een beroep op een *equity crowdfunding* platform niet noodzakelijk zijn. Dit is dan ook een extra teken aan de wand dat *equity crowdfunding* een ‘*risky business*’ is.²⁵⁵

111. Naast dit versterkte investeringsrisico wordt ook fraude door velen, vooral in Amerika,²⁵⁶ gezien als een van de grote risico’s van (*equity*) *crowdfunding*.²⁵⁷ Door het gebruik van het internet

²⁵⁴ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 106-107.

²⁵⁵ M. B. DORFF, “The Siren Call of Equity Crowdfunding”, 34 p, <http://ssrn.com/abstract=2325634>, argumenteert dat de *start-ups* met potentieel nog steeds gebruik zullen maken van de traditionele financieringsbronnen en dat enkel de projecten die gedoemd zijn om te falen, te vinden zullen zijn op de *equity crowdfunding* platformen. De enige manier om investeerders te beschermen is in zijn ogen dan ook het verbieden van *equity crowdfunding* voor niet-professionele investeerders.

²⁵⁶ Hierbij dient evenwel te worden opgemerkt dat de bekende ‘*pump and dump schemes*’ die in de Amerikaanse literatuur telkens worden aangehaald als de rechtvaardiging voor de strikte regulering van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (‘SEC’) rond investeerdersbescherming en fraude zich hier in België niet hebben voorgedaan.

²⁵⁷ The Federalist Society for Law and Public Policy Studies, “Corporations, Deregulating the markets: the JOBS Act”, *Del. J. Corp. L.* 2013, Vol. 38, (476) 483; C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 99 en 105; E. BURKETT, “A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and

als communicatiemiddel kan op een eenvoudige manier en op grote schaal worden gefraudeerd.²⁵⁸ Daarenboven is in die gevallen waar de prospectusplicht niet van toepassing is, geen enkele regeling voorzien die aan de ondernemers oplegt om bepaalde informatie te geven over de risico's die investeren in hun onderneming met zich meebrengt. Het gevaar bestaat dan ook dat zij enkel de positieve scenario's schetsen en de investeerders aldus niet waarschuwen voor de mogelijke negatieve scenario's die tot het volledige verlies van hun inbreng kan leiden.²⁵⁹

Wanneer de tendens zou ontstaan bij ondernemers om bij *equity crowdfunding* enkel rooskleurige toekomstperspectieven te scheppen en geen aandacht te geven aan de risico's en het mogelijks leiden van verliezen, dan zou dit erg nefast kunnen zijn voor de ontwikkeling van het fenomeen *equity crowdfunding*. Door een dergelijke trend gaan investeerders erg argwanend staan ten opzichte van *equity crowdfunding* als investeringswijze, terwijl deze trend niet te wijten is aan het *equity crowdfunding* proces op zich, maar aan de malafide ondernemers die er misbruik van maken. In de Amerikaanse literatuur spreekt men in dat geval van een 'death spiral'.²⁶⁰

112. Echter, uit een van de eerste studies rond *crowdfunding* blijkt dat fraude bij *crowdfunding* tot nu toe niet vaak voorkomt.²⁶¹ Hoewel het fenomeen *crowdfunding* nog veel is gegroeid sinds het uitvoeren van deze studie, en hoewel *equity crowdfunding* een specifieke variant is van *crowdfunding* die niet in de studie werd bekeken, kunnen argumenten worden gevonden die ook het risico op fraude in het kader van *equity crowdfunding* beperken.²⁶²

Eerst en vooral is het gebruik van het internet niet enkel een communicatiemiddel dat fraude op grote schaal mogelijk maakt. Fraude die wordt gepleegd via het internet is ook makkelijker te detecteren

U.S. Securities Regulation", *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 2011-2012, Vol. 13, (63) 96-98; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 291; T. L. HAZEN, "Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *N. C. L. Rev.* 2011-2012, Vol. 90, (1735) 1763-1768.

²⁵⁸ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 113.

²⁵⁹ B. S. BLACK, "Information asymmetry, the internet, and securities offerings", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, afl. 2, (91) 92; E. BURKETT, "A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. Securities Regulation", *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 2011-2012, Vol. 13, (63) 97-98.

²⁶⁰ E. BURKETT, "A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. Securities Regulation", *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 2011-2012, Vol. 13, (63) 97-98.

²⁶¹ E. MOLLIK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, (1) 11; P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 291.

²⁶² The Federalist Society for Law and Public Policy Studies, "Corporations, Deregulating the markets: the JOBS Act", *Del. J. Corp. L.* 2013, Vol. 38, (476) 483-485.

aangezien vele mensen worden geconfronteerd met het frauduleuze gedrag.²⁶³ Daarenboven worden de sociale media gebruikt om alarm te slaan en om de mensen alert te maken voor mogelijke fraude van bepaalde individuen, ondernemingen of platformen.

Ten tweede wordt bij *equity crowdfunding* meestal gebruik gemaakt van een *equity crowdfunding* platform waardoor een dubbele controle op frauduleuze projecten bestaat. Enerzijds is er een controle door de investeerders zelf wanneer zij overwegen om te investeren, en anderzijds, voorafgaand hieraan, is er een controle door de *equity crowdfunding* platformen wanneer zij een project toelaten op hun platform. Een *equity crowdfunding* platform kan het zich immers niet permitteren om frauduleuze projecten aan te bieden.²⁶⁴ Wanneer via sociale media wordt verspreid dat op een bepaald platform vaak frauduleuze projecten verschijnen, zullen investeerders wegblijven van dat platform waardoor op hun beurt ook de eerlijke projecten niet meer geassocieerd willen worden met dat platform. Op die manier verliezen de platformen hun klanten en dus hun inkomsten.²⁶⁵ De *equity crowdfunding* platformen hebben er dan ook alle belang bij om een grondige controle uit te oefenen op de aangeboden projecten.

1.2. Mogelijke beschermingsmechanismen

113. Hoewel fraude slechts in beperkte mate voorkomt, is dit echter nooit volledig uit te sluiten. Om bovendien het vertrouwen van de investeerders in *equity crowdfunding* te vrijwaren en om de investeerders te beschermen tegen volledig foute inschattingen van de risico's door gebrekkige informatieverlening kunnen evenwel bepaalde beschermingsmechanismen worden voorzien. Hierbij kan worden gedacht aan (A) bepaalde minimale informatieplichten, (B) een kwalitatieve controle van de aangeboden aandelen, (C) gedragsregels die het handelen van de actoren regelen en (D) class actions voor de gedupeerde investeerders.

A. Minimale informatieplichten

114. Minimale informatieplichten opleggen aan de ondernemers die hun aandelen openbaar aanbieden is een eerste manier om de investeerders te beschermen tegen een compleet foute

²⁶³ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 113.

²⁶⁴ The Federalist Society for Law and Public Policy Studies, "Corporations, Deregulating the markets: the JOBS Act", *Del. J. Corp. L.* 2013, Vol. 38, (476) 483-484.

²⁶⁵ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 292-293.

inschatting van de risico's van hun investering. De prospectuswet is hiervan een voorbeeld.²⁶⁶ Echter, het is net die (zware) informatieplicht die het voor ondernemers erg kostelijk maakt om financiering te verwerven bij het grote publiek. *Equity crowdfunding* heeft tot doel om de ondernemers een alternatieve financieringswijze te bieden die minder kost.²⁶⁷

Ook al blijkt uit bovenstaande studie dat fraude bij *crowdfunding* vooralsnog beperkt is, de vraag blijft of het creëren van een uitzondering op de prospectuswet, waardoor er geen informatieplicht meer zou bestaan in hoofde van de aanbieder van de aandelen, niet te ver gaat om de kost voor de ondernemers te verlagen.²⁶⁸ Vroeger was er geen prospectusplicht, maar door de vele misbruiken in de toenmalige praktijk achtte de Belgische en de Europese wetgever het noodzakelijk om toch een informatieverplichting in te voeren.²⁶⁹ Deze informatieplicht is er met andere woorden niet zomaar gekomen en nu deze plicht volledig uitsluiten, betekent eigenlijk dat de klok wordt teruggedraaid tot de situatie voor het Bankbesluit van 1935.

115. Hoewel de praktijken uit het verleden zeker in overweging moeten worden genomen, kunnen er toch ook argumenten worden gevonden die een *equity crowdfunding* uitzondering op de prospectusplicht ondersteunen, wanneer in de plaats van deze informatieplicht bepaalde gedragsregels worden voorzien.

116. De vraag kan worden gesteld of de prospectusplicht eigenlijk wel nuttig is en effectief de beoogde bescherming biedt voor de investeerders.²⁷⁰ In de redenering van de Belgische, de Europese en de Amerikaanse wetgever is een grondige informatieplicht noodzakelijk om de informatieasymmetrie tussen de investeerders en de uitgevende vennootschappen op te vangen.²⁷¹ De uitgevende vennootschappen kennen meestal de kwaliteit van en de risico's verbonden aan de

²⁶⁶ Zie Hoofdstuk II, §1, 1.1.

²⁶⁷ Zie bijvoorbeeld de specifieke *equity crowdfunding* uitzondering op de prospectusplicht die de wetgever met de wet van 25 april 2014 heeft ingevoerd.

²⁶⁸ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 604; T. L. HAZEN, "Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws - Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure", *N. C. L. Rev.* 2011-2012, Vol. 90, (1735) 1763-1768.

²⁶⁹ Zie nrs. 43-44.

²⁷⁰ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 605-606; S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 146.

²⁷¹ B. S. BLACK, "Information asymmetry, the internet, and securities offerings", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (91) 92-93; T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 418 en 431.

uitgegeven aandelen, terwijl de investeerders daar geen informatie over hebben en daar ook niet gemakkelijk informatie over kunnen vinden.²⁷² Door een informatieplicht in te voeren kunnen de investeerders een geïnformeerde investeringsbeslissing maken waarbij rekening wordt gehouden met de risico's die de investering met zich meebrengt. Eens de investeerders voldoende informatie hebben verkregen, zijn ze, in de redenering van de respectievelijke wetgevers, in staat om zichzelf te beschermen.²⁷³ Bij deze redenering wordt verondersteld dat de investeerders rationele wezens zijn.²⁷⁴ Hoe meer informatie een rationele mens krijgt, hoe beter hij de situatie en de risico's kan inschatten.²⁷⁵

Echter, het geven van informatie aan de investeerders lost het probleem van informatieasymmetrie enkel op wanneer de investeerders die informatie op een effectieve en efficiënte manier kunnen verwerken.²⁷⁶ Ten eerste blijkt uit de praktijk dat de soort informatie die aan investeerders wordt verstrekt, en de leesbaarheid en begrijpelijkheid daarvan, niet altijd geschikt is voor de betrokken investeerders.²⁷⁷ DOUGLAS, voormalig voorzitter van de Securities and Exchange Commission (SEC) en voormalig rechter in het Amerikaanse Supreme Court zei hierover:²⁷⁸

“But those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts, or compilation of other data revealed in the registration statement. They either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant.”

²⁷² B. S. BLACK, “Information asymmetry, the internet, and securities offerings”, *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (91) 92.

²⁷³ S. K. RIPKEN, “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 152-153; T. A. PAREDES, “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 418.

²⁷⁴ A. C. DAILEY, “Striving for Rationality”, *Va. L. Rev.* 2000, Vol. 86, (349) 351; S. K. RIPKEN, “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 146; T. A. PAREDES, “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 418.

²⁷⁵ S. K. RIPKEN, “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 147; T. A. PAREDES, “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 418.

²⁷⁶ J. S. WROLDSEN, “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 606; T. A. PAREDES, “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 432.

²⁷⁷ S. K. RIPKEN, “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 185-189; J. M. HEMINWAY, “What is a security in the crowdfunding era?”, *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 348; T. A. PAREDES, “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 432-434.

²⁷⁸ W. O. DOUGLAS, “Protecting the Investor”, *Yale Law Rev.* 1934, Vol. 23, <https://www.sec.gov/news/speech/1934/030034douglas.pdf>, (522) 523-524.

In het kader van *equity crowdfunding* waarbij de modale burger de investeringsbeslissing moet maken en niet de financieel expert, is deze opmerking zeker niet zonder belang.

117. Hoewel de moeilijkheidsgraad van de informatie en de leesbaarheid eventueel kan worden opgelost door duidelijke brochures te voorzien,²⁷⁹ tonen studies daarenboven aan dat de mens niet zo rationeel is als door de wetgevers wordt aangenomen, waardoor de verwerking niet altijd op een effectieve wijze gebeurt.²⁸⁰ Wanneer te veel informatie beschikbaar wordt gesteld, hebben mensen de neiging om het beslissingsproces te vereenvoudigen door gebruik te maken van heuristieken en veronderstellingen. Dit heeft tot resultaat dat mensen vaak minder goede beslissingen nemen wanneer ze over veel informatie beschikken, dan wanneer hen weinig informatie ter beschikking wordt gesteld.²⁸¹ In tegenstelling tot het probleem van de leesbaarheid van de informatie, is dit verwerkings- en beslissingsprobleem veel moeilijker op te lossen. De manier waarop mensen informatie verwerken en op basis daarvan beslissingen nemen wordt door verschillende (psychologische) factoren bepaald.²⁸²

118. Het ligt buiten het onderzoeksgebied van deze masterproef om deze factoren die een invloed uitoefenen op het verwerkings- en beslissingsproces te bespreken.²⁸³ Voor deze masterproef is enkel van belang dat kan worden vastgesteld dat het niet zeker is dat het geven van informatie aan de investeerders zo veel bescherming garandeert als soms wordt gedacht. Zeker aangezien het bij *equity crowdfunding* in de meerderheid van de gevallen gaat over niet-professionele investeerders, die geen

²⁷⁹ T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 433.

²⁸⁰ S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 146; J. M. HEMINWAY, "What is a security in the crowdfunding era?", *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 343; T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 419.

²⁸¹ S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 146-147; J. M. HEMINWAY, "What is a security in the crowdfunding era?", *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 348; J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 607; T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 419.

²⁸² J. M. HEMINWAY, "What is a security in the crowdfunding era?", *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 343; T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 434-435.

²⁸³ Zie hierover teksten over behavioral finance zoals o.a. S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 160-184; C. JOLLS, C. R. SUNSTEIN en R. THALER, "A Behavioral Approach to Law and Economics", *Stan. L. Rev.* 1998, Vol. 50, (1471) 1477; T. A. PAREDES, "Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations", *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, (417) 434-443.

specifieke kennis hebben van de financiële instrumenten, noch van hoe ondernemingen werken.

119. Vertrekkende vanuit het standpunt dat informatieverplichtingen, zoals de prospectusplicht, ten eerste, mogelijks niet de nodige bescherming geven aan investeerders, en ten tweede, vaak een grote kost met zich meebrengen die de ondernemers liever willen vermijden, kan er in het kader van *equity crowdfunding* beter worden gekeken naar alternatieve manieren om de investeerders te beschermen, zonder hierbij te hoge kosten te veroorzaken voor de ondernemers. In de Amerikaanse literatuur worden als tegenhangers van de ‘*mandatory disclosure*’ (de informatieverplichting) gesproken over ‘*merit review*’ (kwalitatieve beoordelingen) en ‘*substantive regulation*’ (gedragsregels).²⁸⁴

B. Kwalitatieve beoordelingen of *merit review*

120. *Merit review* leunt het dichtst aan bij de gewone informatieplicht. Bij een gewone informatieplicht is de uitgevende onderneming verplicht om bepaalde informatie openbaar te maken. Een onderneming waarvan een openbare uitgifte van aandelen is onderworpen aan de prospectusplicht, moet de prospectus laten goedkeuren door de FSMA vooraleer de prospectus en de aandelen openbaar mogen worden aangeboden. Deze controle door de FSMA is echter enkel een controle op de volledigheid van de prospectus. De FSMA gaat na of alle vereiste informatie wordt verstrekt, zonder de opportuniteit en de kwaliteit van de verrichting of de toestand van de uitgevende onderneming te controleren. Bij *merit review* is er naast een controle op de volledigheid van de informatie, ook een voorafgaandelijke controle op de kwaliteit van de aangeboden effecten.²⁸⁵ Een aangeduide instantie, in België zou dit een taak voor de FSMA zijn, moet dan op basis van een kwalitatieve beoordeling van de aan te bieden aandelen en de uitgever beslissen of de aandelen publiek mogen worden aangeboden. De FSMA doet al iets gelijkaardigs. Op grond van het bij KB goedgekeurde reglement van 3 april 2014 betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten, mogen bepaalde financiële producten niet

²⁸⁴ J. M. HEMINWAY, “What is a security in the crowdfunding era?”, *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 351; J. S. WROLDSEN, “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 606-607; S. K. RIPKEN, “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 190-202.

²⁸⁵ J. S. WROLDSEN, “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 608.

worden aangeboden aan niet-professionele investeerders.²⁸⁶ Ook het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde financiële producten is een vorm van *merit review* waarbij de FSMA de commercialisering van bepaalde instrumenten aan de niet-professionele investeerders verbiedt aan de vrijwillig tot het moratorium toetredende ondernemingen.²⁸⁷

121. Via *merit review* worden beide problemen die rijzen bij de gewone informatieplicht ondervangen. Van de FSMA kan immers worden verwacht, wanneer zij dergelijke controleverplichting krijgt opgelegd, dat zij de nodige expertise verzamelt en dat zij telkens een grondig onderzoek doet van de aangeboden informatie vooraleer de goedkeuring te verstrekken.

122. Deze *merit review* benadering heeft echter ook een aantal nadelen. Vooreerst kan het erg paternalistisch overkomen wanneer de FSMA beslist welke openbare aanbiedingen kwalitatief wel of niet voldoende zijn om te mogen plaatsvinden.²⁸⁸ Dit geeft de FSMA een heel verregaande beslissingsbevoegdheid. Ten tweede zal een voorafgaandelijke kwalitatieve beoordeling van de aandelen en de uitgevende onderneming veel meer tijd vragen dan een loutere controle van de volledigheid van de informatie.²⁸⁹ Een derde nadeel aan deze *merit review* is dat dit misschien niet de meest efficiënte manier is om fraude en onwetende en ongeïnformeerde beslissingen tegen te gaan. Een preventieve controle vermijdt weliswaar heel wat lange en kostelijke rechtszaken tussen investeerders en uitgevende vennootschappen,²⁹⁰ het nadeel aan een preventieve controle is echter dat ook de kwalitatief goede aanbiedingen heel wat tijd, geld en inspanningen vragen omdat deze ook moeten worden gecontroleerd. Indien men geen preventieve controle doet, maar enkel *ex post* optreedt wanneer er effectief iets fout is gegaan, dan vermijdt men nodeloze uitgaven, want de kwalitatief goede aanbiedingen zullen dan geen geld, tijd of inspanningen vragen. Aangezien de werkingskosten van de FSMA worden betaald door de ondernemingen die onder haar toezicht staan of waarvan de verrichtingen of de producten onder haar toezicht staan,²⁹¹ betalen alle ondernemingen die een openbare uitgifte doen mee. Ook de ondernemingen die kwalitatief in orde zijn moeten dan

²⁸⁶ Koninklijk besluit van 24 april 2014 tot goedkeuring van het reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten, *BS* 20 mei 2014.

²⁸⁷ Voor meer informatie over het vrijwillig moratorium: <http://www.fsma.be/nl/Article/nipic/nipic.aspx>.

²⁸⁸ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 607-608.

²⁸⁹ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 610.

²⁹⁰ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 608.

²⁹¹ Art. 56 van de wet van 2 augustus betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

betalen voor een controle die voor hen absoluut niet noodzakelijk is. Een *ex post* optreden van de FSMA betekent dan weer dat bepaalde investeerders eerst de dupe moeten zijn vooraleer er maatregelen worden genomen. Wegens de vele nadelen van *merit review* en wegens de afschrikwekkende werking van een mogelijke sanctionering, gaat de voorkeur naar een *ex post* optreden.

C. Gedragsregels of *substantive regulation*²⁹²

123. Anders dan een controle op de kwaliteit van de openbare uitgaves bij *merit review*, worden bij *substantive regulation* gedragsregels opgelegd aan de actoren die een rol willen spelen in het (*equity crowdfunding*) financieringsproces. Onder deze *substantive regulation* worden gedragingen verplicht gemaakt die voordelig zijn voor het vertrouwen in de financiële markt en worden gedragingen die volgens de wetgever een negatieve invloed hebben verboden.²⁹³ Een voorbeeld van dergelijke gedragsregel is de vereiste om een vergunning te hebben om als *equity crowdfunding* platform te mogen optreden.²⁹⁴ Aan deze vergunning kunnen dan een aantal voorwaarden worden gekoppeld. Ook de gedragsregels die aan beleggingsondernemingen worden opgelegd door de MiFID richtlijn, zijn een duidelijk voorbeeld van *substantive regulation* waar door de wet wordt bepaald hoe een instantie of een persoon zich dient te gedragen.²⁹⁵ Wanneer een van de opgelegde of verboden gedragingen respectievelijk niet of wel worden gesteld, dan zou hiertegen kunnen worden opgekomen al naargelang wat de wet voorziet als privaatrechtelijke en/of strafrechtelijke sancties. Daarenboven kan, in geval van schade, een schadevergoeding worden opgelegd.²⁹⁶

124. Ook hier kan worden gesproken over een paternalistische benadering, aangezien de wetgever

²⁹² P. VAN CLEYNENBREUGEL, "Gedragsregels in het financieel recht: Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht", *Jura Falc.* 2008-2009, afl. 1, 77-118.

²⁹³ S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 190.

²⁹⁴ J. M. HEMINWAY, "What is a security in the crowdfunding era?", *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, (335) 351.

²⁹⁵ V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, afl. 3, 226-279.

²⁹⁶ E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers – l'article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995, (574) 576; L. CORNELIS en J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht", in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel Recht tussen Oud en Nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, (621) 673-674; M. TISON, en C. DE VOS, "Bijzondere wetgeving: financiële diensten", in J. STUYCK (ed.), *Consumentenzakboekje*, Mechelen, Kluwer, 2002, (158) 260; R. STEENNOT, en S. DEJONGHE, *Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 465-474; S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 190.

beslist wie kan optreden en hoe dat optreden dient te gebeuren.²⁹⁷ Echter, wegens de specificiteit van *equity crowdfunding*, en de noodzaak om het vertrouwen van de gewone mensen in het *equity crowdfunding* fenomeen te vrijwaren om op die manier *equity crowdfunding* te stimuleren, is een paternalistische houding hier op zijn plaats. Gezien de gebreken van een informatieverplichting en gezien de nadelen van een preventieve kwalitatieve controle, lijkt het uitwerken van gedragsregels de beste oplossing.

125. De grote vraag in dit verband is natuurlijk aan wie bepaalde gedragsregels worden opgelegd en welk gedrag verplicht en verboden wordt in het kader van *equity crowdfunding*.

a) Wiens gedrag wordt gereguleerd

126. Bij *equity crowdfunding* kunnen gedragsregels worden opgelegd aan de investeerders, aan de ondernemers of aan de *equity crowdfunding* platformen.

i. De investeerders

127. Met het oog op het stimuleren van *equity crowdfunding* lijkt het beter om de investeerders niet te veel verplichtingen of verboden op te leggen.²⁹⁸ Zij moeten zo vrij mogelijk zijn om investeringen te kunnen doen. Het opleggen van gedragsregels aan hen, kan worden beschouwd als een inperking van die vrijheid en bijgevolg als een hinderpaal om aan *equity crowdfunding* te doen. De doorsnee burger wil misschien graag investeren in een onderneming die hem aanspreekt, maar wanneer hij wordt belast met allerlei registratie- en administratieve plichten vooraleer hij de investering kan doen, lijkt het niet onmogelijk dat heel wat mensen zullen afhaken. Uiteraard moeten de investeerders een aantal gegevens verstrekken. Het is echter aan te raden dit tot een minimum te beperken.

²⁹⁷ P. VAN CLEYNENBREUGEL, "Gedragsregels in het financieel recht: Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht", *Jura Falc.* 2008-2009, afl. 1, (77) 79-80; S. K. RIPKEN, "The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation", *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, (139) 195. Zie ook de uitspraak tijdens de parlementaire besprekingen: "Het lid is van mening dat dit regels voor een peultuin zijn. Hoe kan men in een volwassen tekst dergelijke onzin opnemen? [...] Het commissielid verklaart geschokt te zijn dat dergelijke zaken deel uitmaken van een wetsherziening en stelt vast dat sommigen zich verbeelden de problemen op die manier op te kunnen lossen.", *Parl. St. Senaat* 1994-1995, 1352-2, 92.

²⁹⁸ Y. FUCHITA, "Protecting Investors While Encouraging the Supply of Risk Capital", *Nomura Journal of Capital Markets* winter 2014, Vol. 5, 18-20.

ii. De ondernemers

128. Ook ten aanzien van de ondernemers kan in het kader van *equity crowdfunding* worden geargumenteed dat het beter is hen niet te zwaar te belasten en hun gedrag niet te strikt te gaan reguleren. Per slot van rekening doen ondernemers vaak net een beroep op *equity crowdfunding* om de hoge kosten, opgelegd door financiële wetgeving, te vermijden.²⁹⁹ Het zou dan ook voor een stuk de aantrekkingskracht van *equity crowdfunding* wegnemen indien zij ook bij *equity crowdfunding* aan strenge vereisten worden onderworpen. Met de invoering van de nieuwe uitzondering op de prospectuswet, lijkt ook de wetgever deze mening te volgen. Deze uitzondering zorgt er namelijk voor dat ondernemers onder bepaalde voorwaarden in geval van *equity crowdfunding* geen bijzondere verplichtingen moeten nakomen.³⁰⁰ Zoals eerder al gesteld zijn de voorwaarden waaronder een beroep kan worden gedaan op deze uitzondering echter te beperkt geformuleerd om het *equity crowdfunding* fenomeen echt te stimuleren.³⁰¹

iii. De *equity crowdfunding* platformen

129. In tegenstelling tot wat het geval is bij de investeerders en de ondernemers, valt er bij de *equity crowdfunding* platformen wel iets te zeggen voor een regulering van hun positie, gedrag en functie in het *equity crowdfunding* proces.

Ten eerste, anders dan bij de investeerders en de ondernemers, is *equity crowdfunding* immers hun *core business* en specialiteit. *Equity crowdfunding* mogelijk maken is hun beroepsactiviteit, de activiteit waar zij geld mee verdienen, terwijl investeerders en ondernemers er slechts af en toe mee te maken krijgen, wanneer ze willen investeren of geld willen ophalen. Daarenboven zijn de *equity crowdfunding* platformen *repeat players* in het *equity crowdfunding* proces die door de herhaling een enorme kennis en ervaring kunnen opbouwen. Ook zullen *equity crowdfunding* platformen doorgaans meerdere projecten aanbieden waardoor zij kunnen profiteren van schaalvoordelen.

Ten tweede, zijn zij als tussenpersoon, tussen enerzijds de ondernemingen, en anderzijds de investeerders, een erg belangrijke schakel in het *equity crowdfunding* proces. In combinatie met het feit dat zij worden betaald om het *equity crowdfunding* proces in goede banen te leiden, kan dan ook

²⁹⁹ Zie nrs. 34, 114.

³⁰⁰ Zie nrs. 35, 53.

³⁰¹ Zie nrs. 53, 106.

worden geargumenteed dat daar een zekere verantwoordelijk tegenover mag staan.

Ten derde, door het reguleren van de *equity crowdfunding* platformen, kan in één beweging bescherming worden voorzien voor zowel kleine, als grote investeringen. Anders dan bij de financiële wetgeving waar met drempels wordt gewerkt, zullen regels die het gedrag en de functie van een *equity crowdfunding* platform regelen zowel van toepassing zijn wanneer grote bedragen worden opgehaald of geïnvesteerd, als wanneer het slechts over kleine bedragen gaat. Indien op dit moment een investeerder investeert in een onderneming die voor de openbare uitgifte van haar effecten beroep doet op de specifieke *equity crowdfunding* uitzondering en daardoor geen prospectusplicht heeft, valt de investeerder in een juridisch vacuüm waarbij hij zich moet zien te redden met het gemeen recht. Door een regeling uit te werken rond de *equity crowdfunding* platformen kan aan dit juridisch vacuüm een invulling worden gegeven.

Een laatste argument in het voordeel van een regulering van de activiteiten van de *equity crowdfunding* platformen is dat zij, in tegenstelling tot de beginnende ondernemingen die beroep doen op *equity crowdfunding*, de meest solvabele en kapitaalkrachtige partij zullen zijn wanneer er fouten worden gemaakt die tot aansprakelijkheid kunnen leiden. De ondernemingen doen namelijk een beroep op *equity crowdfunding* omdat ze nood hebben aan financiële middelen. Wanneer er bij de uitgifte van de aandelen fouten gebeuren waardoor de investeerders (een deel van) hun investering verloren zien gaan, dan is de kans klein dat de startende onderneming al de investeerders zal kunnen terugbetalen. Anders is het bij een *equity crowdfunding* platform, aangezien zij verschillende projecten aanbieden, zullen er zowel projecten tussen zitten die slagen als projecten die niet slagen. De geslaagde projecten zouden voldoende moeten opbrengen om eventuele aansprakelijkheden bij gefaalde projecten op te vangen.

130. Meteen moet hierbij worden opgemerkt dat het gevaar bestaat van overregulering, waarbij niemand meer geïnteresseerd zou zijn om een *equity crowdfunding* platform te exploiteren. Daarnaast mag de regeling ook niet te strikt gebeuren en moet er nog een zekere vrijheid bestaan opdat er verschillende *equity crowdfunding* platformen naast elkaar kunnen bestaan die de concurrentie met elkaar kunnen aangaan. Want ook concurrentie kan een erg sterk wapen zijn om malafide praktijken van *equity crowdfunding* platformen te vermijden. Zeker in combinatie met de opkomst van de sociale media, zal snel worden verspreid welke platformen wel en niet te vertrouwen zijn.

b) Welk gedrag wordt vereist en verboden

131. Een volgende relevante vraag is dan welke gedragsregelen moeten worden opgelegd aan de *equity crowdfunding* platformen. Hier wordt dieper op ingegaan in §3 van dit hoofdstuk wanneer het *equity crowdfunding* proces wordt bekeken vanuit de positie van de *equity crowdfunding* platformen.

D. Class actions

132. Ongeacht of de investeerders worden beschermd door informatieverplichtingen, door kwalitatieve controles of door gedragsregels, blijft het de vraag of en hoe zij kunnen optreden wanneer er zaken mislopen en zij daardoor (een deel van) hun investering verliezen.

133. In Amerika heeft de JOBS Act voorzien in een specifiek vorderingsrecht voor de investeerders van *equity crowdfunding*. Artikel 4A, (c), (1), (A) van de Securities Act van 1933 bepaalt dat een investeerder naar de rechtbank kan stappen om hetgeen hij heeft betaald voor de aandelen, vermeerderd met interest en verminderd met de inkomsten die de investeerder eruit zou hebben gehaald, terug te vorderen. Op grond van artikel 4A, (c), (2) kan deze vordering enkel worden ingesteld tegen de ‘uitgever van de aandelen’³⁰² wanneer die valse verklaringen heeft gedaan of belangrijke en wettelijk verplichte informatie heeft verzwegen, waarvan de investeerder niet wist dat ze vals waren of niet wist dat bepaalde informatie werd verzwegen. De ‘uitgever van de aandelen’ kan de vordering weerleggen door aan te tonen dat hij niet wist of behoorde te weten dat zijn verklaringen vals waren of dat informatie werd verzwegen. Dit is erg moeilijk, waardoor de investeerders een stevige bescherming genieten. Dit vorderingsrecht speelt echter enkel een rol bij de schending van de precontractuele informatieverplichtingen, maar kan dus niet worden ingeroepen wanneer de *equity crowdfunding* platformen andere gedragsregels die aan hen worden opgelegd niet naleven. In die gevallen moet men terugvallen op het gemeen recht.

134. In België, zonder een grondige bespreking van het aansprakelijkheidsregime in de verschillende mogelijke hypothesen en situaties te ambiëren, bestaat er vooralsnog geen specifiek vorderingsrecht voor de investeerders. Er kan dus vanuit worden gegaan dat de investeerders zich in

³⁰² Artikel 4A, (c), (3) definieert wat moet worden begrepen onder ‘de uitgever van aandelen’ op een heel ruime manier. “[...] the term “issuer” includes any person who is a director or partner of the issuer, and the principal executive officer or officers, principal financial officer, and controller or principal accounting officer of the issuer (and any person occupying a similar status or performing a similar function) that offers or sells a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6), and any person who offers or sells the security in such offering.”

het geval van misleidende of foutieve informatie, moeten baseren op artikel 1382 BW, wanneer zij een fout, schade en een oorzakelijke verband daartussen kunnen aantonen. Op grond van artikel 1382 BW zullen zij dan een schadevergoeding kunnen eisen van de uitgevende onderneming,³⁰³ van de Belgische staat³⁰⁴ of van het *equity crowdfunding* platform.³⁰⁵ Ook bij een schending van andere gedragsregels, moet een investeerder in België zich beroepen op het gemeen recht. Al naargelang de gedragsregel het precontractuele gedrag of het contractuele gedrag regelt, zal men via het gemeen recht (fout – schade – oorzakelijk verband) de aansprakelijkheid van de uitgevende onderneming, de staat of het *equity crowdfunding* platform moeten bewijzen.

135. Echter, aangezien *equity crowdfunding* tot doel heeft om ondernemingen te financieren via vele kleine bijdrage van een grote groep mensen,³⁰⁶ bestaat het risico dat de gedupeerde investeerders geen vordering instellen omdat het voor elk van hen slechts over een klein bedrag gaat dat niet opweegt tegen de kosten, het tijdsverlies en de inspanningen die het inspannen van een procedure van hen vragen. Om dit probleem op te vangen kan worden gedacht aan het invoeren van de mogelijkheid tot *class actions* voor investeerders bij *equity crowdfunding*.³⁰⁷

1.3. Crowd wisdom

136. Als laatste onderdeel met betrekking tot de positie van de investeerders bij *equity crowdfunding*, rijst de vraag of deze investeerders, hoofdzakelijk bestaande uit niet-professionele investeerders, wel voldoende kennis en begrip hebben om de juiste investeringen te selecteren.³⁰⁸

³⁰³ In het geval van de investeerdersbescherming door informatieverplichtingen. Zie onder andere de bijdrage over prospectusaansprakelijkheid: V. DE SCHRYVER, "Prospectusaansprakelijkheid", in E. WYMEERSCH, *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 337-364.

³⁰⁴ In het geval de FSMA aansprakelijk zou kunnen worden gesteld voor fouten in haar toezichts- en controlefunctie bij de kwalitatieve beoordeling. Zie hierover: L. WYNANT, "De aansprakelijkheid van overheidstoezichthouders", *RW* 2003-2004, afl. 40, 1563-1574.

³⁰⁵ In het geval aan de *equity crowdfunding* platformen gedragsregels worden opgelegd kan, al naargelang welke gedragsregel wordt overtreden, sprake zijn van buitencontractuele of contractuele aansprakelijkheid. Voor een grondige bespreking hiervan zie oa M. KRUIHOF, "Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op reglementaire gedragsregels inzake beleggingsdiensten: zorgplicht, *know your customer* en *best execution*", in H. DAEMS, I. DE MEULENEERE, R. FELTKAMP, C. HOUSSA en R. STEENNOT (eds.), *Bescherming van de consument in het financieel recht*, Anthemis Intersentia, Antwerpen, 2012, 155-201.

³⁰⁶ Zie nrs. 7-8.

³⁰⁷ Voor een grondige bespreking en argumentering van *class actions* voor aandeelhouders waarbij de voor- en nadelen helder uiteengezet worden zie: H. DE WULF, "Aandeelhoudersvorderingen met het oog op schadevergoeding – of waarom elke aandeelhouder vergoeding van reflexschade kan vorderen, België class actions moet invoeren en de minderheidsvordering moet hervormen", in *10 jaar wetboek vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, (475) 492-522.

³⁰⁸ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 109-112.

137. Enerzijds zijn er mensen die van oordeel zijn dat, bovenop het gebrek aan kennis, een menigte slechte beslissingen neemt omdat zij vaak wordt beïnvloed door de media.³⁰⁹ Anderzijds zijn er mensen die geloven dat een groep mensen, als collectief, betere beslissingen neemt dan individuele mensen, zelfs al zijn deze individuele mensen experts.³¹⁰ Argumenten die zij hiervoor aanhalen zijn onder andere dat door de grote hoeveelheid informatie die vlot beschikbaar is via het internet, het verschil tussen de kennis van een expert en de kennis van de gehele groep niet-professionele investeerders kleiner wordt.³¹¹ Daarnaast bouwen de niet-professionele investeerders bij elke nieuwe investering meer ervaring en kennis op.³¹² Bovendien kunnen experts, met kennis en ervaring, ook nog steeds heel slechte investeringsbeslissingen nemen.³¹³

Een bijkomend element dat bij *equity crowdfunding* niet onwaarschijnlijk lijkt, is het gegeven dat de menigte vaak niet alleen zal investeren in een onderneming omwille van de financiële return, maar ook omdat zij graag willen dat het product dat door de onderneming zal worden gemaakt op de markt komt.³¹⁴ Zoals eerder al besproken,³¹⁵ is een extra voordeel van (*equity*) *crowdfunding* dat dit financieringsproces ook veel informatie oplevert over de mogelijke afzetmarkt en de vraag naar het product.³¹⁶ Mensen die investeren in de onderneming zullen het product waarschijnlijk zelf kopen en ook hun vrienden en kennissen aanzetten om ‘hun’ product te kopen in plaats van concurrerende producten.³¹⁷ Wanneer een voldoende grote menigte dus investeert in een onderneming, dan zal dit waarschijnlijk ook betekenen dat er een afzetmarkt is, wat op zijn beurt de investering rendabel kan maken. Anderzijds, wanneer de menigte niet wil investeren in de onderneming, dan is de kans vrij groot dat er ook geen afzetmarkt is, waardoor de investering niet rendabel zal zijn.³¹⁸ Uiteraard is het

³⁰⁹ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 27 en zijn verwijzing naar het artikel van B. ROPER, Director of Investor Protection van de Consumer Federation of America.

³¹⁰ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 114; J. SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds: Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies, and nations*, U.S.A., Anchor Books, 2005, 336 p; T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 27.

³¹¹ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 114.

³¹² C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 114-115.

³¹³ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 114.

³¹⁴ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 28.

³¹⁵ Zie nr. 16.

³¹⁶ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 28-30.

³¹⁷ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 29.

³¹⁸ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 30.

aanwezig zijn van een grote afzetmarkt niet altijd voldoende om de investering rendabel te maken, maar het kan toch een indicatie zijn.

138. Wanneer al deze elementen in ogenschouw worden genomen, lijkt een investeringsbeslissing door een menigte misschien minder onwetend en risicovol dan men op het eerste gezicht zou denken. Toch blijft er een groot verschil tussen de analyse die een expert zal doorvoeren vooraleer te investeren en de analyse die de niet-professionele investeerders zullen maken. Een expert zal, met kennis van zaken, met veel meer elementen rekening houden dan een niet-professionele investeerder, en *crowd wisdom* kan dit verschil verkleinen, maar niet wegwerken. Daarom is de nodige bescherming voor de investeerders noodzakelijk.

§2 DE ONDERNEMERS

139. Vanuit de positie van de ondernemers bekeken is *equity crowdfunding* een alternatieve financieringswijze waarop ze beroep kunnen doen wanneer ze geen steun krijgen van de traditionele financieringsbronnen. Omdat dit meestal de startende of de kleinere ondernemingen zijn, is een beursgang voor hen geen oplossing wegens de kosten en de verplichtingen die daarmee gepaard gaan.³¹⁹

140. Een optie die dan nog overblijft om toch de nodige financiering te verzamelen is een gewoon openbaar beroep op het spaarwezen via de openbare uitgifte van aandelen. Vandaag de dag is het internet het middel bij uitstek om het grote publiek aan te spreken. Dit heeft de opportuniteit gecreëerd voor het maken van online platformen waarop de ondernemingen hun aandelen aan het publiek kunnen aanbieden. Via dergelijke *equity crowdfunding* platformen wordt, zoals eerder al gezegd,³²⁰ een primaire kapitaalmarkt georganiseerd die vergelijkbaar is met een gereguleerde markt of beurs, zonder dat daar (op dit moment) zware kosten en verplichtingen aan worden gekoppeld. De enige verplichting die een dergelijk openbaar beroep op het spaarwezen op dit moment mogelijk met zich meebrengt is een prospectusplicht.

Aangezien de ondernemers ook de kost en de informatieverplichtingen die de prospectuswet met zich

³¹⁹ Zie onder andere: Koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 3 december 2007 en Euronext Rule Book, Book I: Geharmoniseerde regels, Hoofdstuk 6, 53-66, 27 februari 2015; G. MILANTS, "Een beursintroductie praktisch bekeken", *Bank Fin.* 2004, afl. 7, 365-376.

³²⁰ Zie nr. 104.

meebrengt liever willen vermijden en de Belgische wetgever het fenomeen *equity crowdfunding* in België wil stimuleren, heeft de wetgever een speciale *equity crowdfunding* uitzondering op de prospectusplicht ingelast.³²¹ Het is echter belangrijk om nogmaals op te merken dat deze uitzondering enkel een uitzondering verleent op de prospectusplicht, en de uitgevende ondernemingen dus niet vrijstelt van hun andere informatieverplichtingen.³²² Zoals al een aantal keer geargumenteed, is de *equity crowdfunding* uitzondering te beperkt geformuleerd en is het aan te bevelen om deze te verruimen opdat meer ondernemers voor meer projecten er gebruik van zouden kunnen maken.³²³

141. Aangezien de doelstelling van een *equity crowdfunding* regulering moet zijn om voor de ondernemers een zo flexibel mogelijke financieringsmethode te creëren, mits voldoende bescherming voor de investeerders,³²⁴ is het niveau van de ondernemers, net zoals het niveau van de investeerders, niet het meest geschikte niveau om een regulering uit te werken. Een investeerdersbeschermende regulering die zich richt tot de ondernemers, zoals de prospectusplicht, zal snel belemmerend werken en zal *equity crowdfunding* wellicht niet stimuleren.³²⁵

§3 DE EQUITY CROWDFUNDING PLATFORMEN

142. Aangezien zowel het niveau van de investeerders, als dat van de ondernemers niet echt geschikt zijn om het *equity crowdfunding* proces te reguleren, blijft er slechts één niveau over waarop de *equity crowdfunding* regulering zich kan richten: de *equity crowdfunding* platformen.

143. Naast het feit dat de twee andere categorieën veel minder geschikt zijn om het *equity crowdfunding* proces te reguleren, zijn er nog heel wat andere argumenten die *equity crowdfunding* regels die gericht zijn op de *equity crowdfunding* platformen ondersteunen. Hoewel deze argumenten eerder al werden uiteengezet,³²⁶ worden zij hier kort in herinnering gebracht om dan nadien over te gaan tot de bespreking van een mogelijke inhoud van de *equity crowdfunding* regulering toegespitst op de *equity crowdfunding* platformen.

Ten eerste, anders dan bij de investeerders en de ondernemers, is *equity crowdfunding* de *core*

³²¹ Zie nr. 35.

³²² Zie nr. 55.

³²³ Zie nrs. 53, 106.

³²⁴ Zie nrs. 34, 40.

³²⁵ Zie nr. 128.

³²⁶ Zie nr. 129.

business en specialiteit van de *equity crowdfunding* platformen. Ten tweede, zijn zij als tussenpersoon, tussen enerzijds de ondernemingen, en anderzijds de investeerders, een erg belangrijke schakel in het *equity crowdfunding* proces. Bovendien worden zij betaald om het *equity crowdfunding* proces in goede banen te leiden en bouwen zij als *repeat players* kennis en ervaring op met betrekking tot *equity crowdfunding*. Ten derde, door het reguleren van de *equity crowdfunding* platformen, kan in één beweging bescherming worden voorzien voor zowel kleine, als grote investeringen. Een laatste argument in het voordeel van een regulering van de activiteiten van de *equity crowdfunding* platformen is dat zij, in tegenstelling tot de beginnende ondernemingen die beroep doen op *equity crowdfunding*, de meest solvabele en kapitaalkrachtige partij zullen zijn wanneer er fouten worden gemaakt die tot aansprakelijkheid kunnen leiden.

144. Een belangrijk nadeel aan het uitwerken van gedragsregels op het niveau van de *equity crowdfunding* platformen is dat wanneer ondernemers hun aandelen zelf willen aanbieden aan het grote publiek en geen beroep doen op een platform, er geen bescherming is voorzien. Die ondernemers verbieden om hun aandelen zelf via het internet aan te bieden en hen verplichten om een beroep te doen op een *equity crowdfunding* platform, wanneer ze de prospectusvrijstelling willen gebruiken, is een mogelijke maatregel. Op die manier hebben de ondernemers die hun aandelen via het internet willen aanbieden de keuze tussen ofwel de prospectusplicht nakomen, ofwel de aandelen via een geregistreerd platform aanbieden. Om deze maatregel te verwezenlijken, moet, net zoals in Amerika,³²⁷ aan de prospectusvrijstelling de voorwaarde worden toegevoegd dat beroep moet worden gedaan op een geregistreerd platform.

145. In wat nu volgt worden een aantal ideeën uiteengezet voor een mogelijke inhoud van een *equity crowdfunding* regulering op het niveau van de *equity crowdfunding* platformen. Het ligt echter buiten de mogelijkheden van deze masterproef om telkens alle mogelijke financieel en fiscaalrechtelijke gevolgen en economische effecten van een bepaald idee na te gaan. Veeleer is het de bedoeling om aan te zetten tot verder nadenken over de geopperde ideeën.

Eerst wordt nagegaan of, naar analogie met de Amerikaanse oplossing, een apart statuut voor *equity crowdfunding* platformen zinvol is (1). Vervolgens wordt de vergelijking gemaakt tussen een *equity crowdfunding* proces en een *Initial Public Offering* (IPO), waarbij wordt onderzocht of het *equity crowdfunding* platform niet de rol van *underwriter* of *lead manager* op zich moet nemen (2). Ten slotte moet ook rekening worden gehouden met de vennootschapsrechtelijke mogelijkheden om een

³²⁷ Zie nr. 147.

vennootschap via *equity crowdfunding* op te richten (2).

3.1. Een apart statuut als *equity crowdfunding* platform

146. Vooraleer na te gaan of een apart statuut voor *equity crowdfunding* platformen in België nuttig zou zijn, is het zinvol eerst te bekijken hoe het statuut werkt dat in Amerika is ingevoerd.

A. De Amerikaanse Funding Portals³²⁸

147. Een van de voorwaarden om zich in Amerika te kunnen beroepen op de daar ingevoerde *equity crowdfunding* uitzondering is dat de uitgevende vennootschap bij de openbare uitgifte van haar aandelen ofwel een beroep doet op een *broker*, ofwel een beroep doet op een *funding portal*.³²⁹ In het kader van deze masterproef wordt enkel aandacht besteed aan het statuut van de *funding portals* omwille van het nut voor de creatie van een Belgisch statuut. Het statuut van *broker* wordt niet als zodanig besproken.

a) Een nieuw statuut

148. Het statuut van *funding portal* is een nieuw statuut dat door de Amerikaanse JOBS Act werd ingevoerd.³³⁰ Artikel 3, (a), (26) van de Securities Exchange Act van 1934 beschrijft een *funding portal* als: “elke tussenpersoon die voor rekening van anderen handelt in een koop-verkoop van aandelen die valt onder de *equity crowdfunding* uitzondering zoals voorzien in artikel 4, (6) van de Securities Act van 1933.” Artikel 3, (a), (26) bevat ook een aantal voor *funding portals* verboden activiteiten die bedoeld zijn om investeerders te beschermen.³³¹ De uitgesloten activiteiten zijn (1) het geven van beleggingsadvies of aanbevelingen, (2) het aansporen of overtuigen van investeerders om te investeren in de door uw platform aangeboden aandelen, (3) het vergoeden van werknemers,

³²⁸ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, 231-255; G. D. DESCHLER, “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, 1145-1187; J. M. HEMINWAY, “The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act”, *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, 177-205.

³²⁹ Art. 4, (a), (6), (C) van de Securities Act van 1933.

³³⁰ G. D. DESCHLER, “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, 1148; S. R. COHN, “The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution”, *Fla. L. Rev.* 2012, Vol. 64, (1433) 1439.

³³¹ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 12.

agenten of andere mensen voor het overhalen van investeerders om te investeren, (4) het bezitten, managen, of verhandelen van geïnvesteerde gelden of aandelen en (5) enige andere activiteit die door de SEC wordt verboden. Wanneer iemand een van deze activiteiten verricht, wordt die niet meer beschouwd als een *funding platform*. Tussenpersonen die deze activiteiten toch willen verrichten kunnen zich registreren als *broker*. Zij moeten dan logischerwijze de wetgeving en de regels die op de *brokers* van toepassing zijn naleven.³³² Het vergt wel meer inspanningen om als *broker* te worden geregistreerd dan als *funding portal*.³³³

149. Doordat *funding portals* geen beleggingsadvies of aanbevelingen mogen geven en doordat deze begrippen ruim worden ingevuld in het Amerikaanse recht, kunnen *funding portals* geen ranking opmaken en geen publieke evaluatie maken van de verschillende uitgevende vennootschappen.³³⁴ Dit verbod zou voor problemen kunnen zorgen aangezien *funding portals* niet zomaar alle projecten zullen willen aanbieden op hun platformen. Zij zullen selecteren, de frauduleuze projecten weigeren en de projecten met het meeste kans op succes aanvaarden. Als het maken van dergelijke selectie als ‘beleggingsadvies of aanbevelingen’ wordt gekwalificeerd, dan is dit verboden.³³⁵

Echter, de SEC heeft in hun *proposed rules* aangegeven dat de *funding portals*, op grond van de wet,³³⁶ vennootschappen moeten weigeren wanneer ze geloven dat er een risico op fraude is of wanneer er andere problemen zijn in verband met investeerdersbescherming.³³⁷ Bovendien vereist de SEC niet dat dit geloof in een risico op fraude een redelijke basis heeft, waardoor ze de *funding portals* een erg ruime discretionaire beoordelingsvrijheid geeft.³³⁸ De vrees dat het uitselecteren van frauduleuze projecten als beleggingsadvies wordt gekwalificeerd, is dus onterecht. Wel is vereist dat

³³² B. WHITBECK, “The JOBS Act of 2012, “The struggle Between Capital Formation and Investor Protections”, <http://ssrn.com/abstract=2149744>, 54; S. HANKS, “Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union”, *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 278.

³³³ A. C. FINK, “Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act”, *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 25-26.

³³⁴ S. HANKS, “Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union”, *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 277.

³³⁵ S. HANKS, “Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union”, *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 277.

³³⁶ Art. 4A, (a), (5) van de Securities Act van 1933; Zie nr. 154.

³³⁷ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfundiing”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 239.

³³⁸ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfundiing”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 239-240; G. D. DESCHLER, “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, (1145) 1161-1162.

deze selectie gebeurt op grond van objectieve criteria. Dit zijn criteria die redelijkerwijze een brede selectie van uitgevende vennootschappen toelaat en die op alle potentiële uitgevende vennootschappen kunnen worden toegepast.³³⁹ Dus, frauduleuze projecten mogen vlot worden geweigerd, maar wanneer *funding portals* nog verder willen selecteren, dan zullen zij dit toch objectief moeten kunnen verantwoorden.

b) De vereisten opgelegd door de JOBS Act en door de SEC

150. Naast de invoering van het statuut, onderwerpt de JOBS Act de *funding portals* meteen ook aan een aantal strikte vereisten³⁴⁰ die opnieuw de investeerders moeten beschermen.³⁴¹

Registratieplicht

151. Ten eerste wordt vereist dat de *funding portals* zich niet alleen registeren bij de SEC,³⁴² maar ook bij de toepasselijke en bij de SEC geregistreerde, zelfregulerende organisaties.³⁴³ Op het gebied van *crowdfunding* is kort na de JOBS Act de Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates³⁴⁴ (CFIRA) ontstaan die tot doel heeft om de SEC en de Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) bij te staan in het maken van regels, industriestandaarden en best practices op het gebied van *equity crowdfunding*. Echter, de CFIRA is niet geregistreerd bij de SEC waardoor zij niet als een zelfregulerende organisatie wordt beschouwd. De FINRA is daarentegen wel als een zelfregulerende organisatie geregistreerd bij de SEC en de *funding portals* moeten bijgevolg, naast een registratie bij de SEC, ook bij de FINRA registreren.³⁴⁵ Deze registraties hebben als consequentie dat zowel de SEC als de FINRA regels aan hen kunnen opleggen en deze kunnen afdwingen.³⁴⁶

³³⁹ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 247.

³⁴⁰ Art. 4A, (a), (1) tot (12) van de Securities Act van 1933.

³⁴¹ J. F. BARITOT, "Increasing protection for crowdfunding investors under the JOBS Act", *U.C. Davis Bus. L.J.* 2012-2013, Vol. 13, (259) 272.

³⁴² Art. 4A, (a), (1) van de Securities Act van 1933.

³⁴³ Art. 4A, (a), (2) van de Securities Act van 1933.

³⁴⁴ <http://www.cfira.org>.

³⁴⁵ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 234-235.

³⁴⁶ B. WHITBECK, "The JOBS Act of 2012, "The struggle Between Capital Formation and Investor Protections", <http://ssrn.com/abstract=2149744>, 51 en 54-55; J. F. BARITOT, "Increasing protection for crowdfunding investors under the JOBS Act", *U.C. Davis Bus. L.J.* 2012-2013, Vol. 13, (259) 271-272; K. SIGAR, "Fret no more: inapplicability of

Informatie- en financiële vormingsplicht

152. Ten tweede moeten de *funding portals* voorzien dat er op hun platform, enerzijds, informatie beschikbaar is over de risico's die *equity crowdfunding* met zich meebrengt, en anderzijds, mogelijkheden worden aangeboden om de financiële vorming van de investeerders te verzorgen.³⁴⁷

Ten derde moeten zij ervoor zorgen³⁴⁸ (1) dat elke investeerder deze financiële vorming bekijkt en doorloopt, volgens de standaarden die door de SEC worden vooropgesteld, (2) dat elke investeerder bevestigt dat hij begrijpt dat hij zijn gehele investering kan verliezen en dat hij dat verlies kan dragen en (3) dat elke investeerder vragen beantwoordt waardoor wordt aangetoond dat hij het risiconiveau van een investering in *start-ups* en opkomende, kleine ondernemingen begrijpt en dat hij begrijpt dat dergelijke investering niet liquide is.³⁴⁹ De SEC kan hieraan nog andere zaken toevoegen.

153. Ter invulling van deze vereisten, stelt de SEC dat de investeerders deze informatie en financiële vorming moeten krijgen wanneer ze een account aanmaken op het *funding portal*. Bovendien moeten ze hun bevestiging van het begrijpen van de risico's bij elke investering opnieuw geven.³⁵⁰ Daarenboven moet de informatie in een duidelijke taal en op een effectieve en accurate wijze worden gecommuniceerd. Deze informatie moet ook ten allen tijde beschikbaar zijn op het platform en elke wijziging ervan moet aan de investeerders worden bekend gemaakt vooraleer zij bijkomende investeringen kunnen doen.³⁵¹ Het zou voor de *funding portals* gemakkelijker zijn wanneer de SEC een standaard vragenlijst of modelformulier zou ontwikkelen om aan al deze vereisten te voldoen.³⁵² Jammer genoeg besliste de SEC dit niet te doen omdat ze elk *funding portal* de kans willen geven om deze vereisten in te vullen op een voor hun business model passende

crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards", *Admin. L. Rev.* 2012, Vol. 64, (473) 499-502.

³⁴⁷ Art. 4A, (a), (3) van de Securities Act van 1933.

³⁴⁸ Art. 4A, (a), (4) van de Securities Act van 1933.

³⁴⁹ Onder de JOBS Act geldt namelijk een herverkoopverbod van 1 jaar. Dit verbod is niet van toepassing op verkopen aan accredited investors en aan uitgevende vennootschap zelf. A. C. FINK, "Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act", *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 26.

³⁵⁰ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 236.

³⁵¹ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 236.

³⁵² C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 138-139.

wijze.³⁵³ Wel geeft de SEC aan welke informatie minimaal moet worden gegeven aan de investeerders.³⁵⁴ Toch blijft het maar zeer de vraag hoe en wanneer de *funding portals* aan al deze verplichtingen, vooral de vormingsverplichtingen, zullen hebben voldaan.³⁵⁵

Due diligence plicht

154. Ten vierde moeten de *funding platforms* maatregelen nemen om fraude te verhinderen. Zij moeten een controle doorvoeren van de achtergrond en de financiële geschiedenis van elke functionaris, bestuurder en elke persoon die meer dan 20 procent van de aandelen van de uitgevende vennootschap bezit.³⁵⁶ De SEC stelt voorop dat de *funding portals* een ‘redelijke basis’ moeten hebben om te geloven dat de uitgevende vennootschap al haar wettelijke verplichtingen naleeft en een systeem heeft om bij te houden welke investeerder eigenaar is van welke aandelen.³⁵⁷ Hiervoor is dus een grondige *due diligence* vereist. De SEC ziet de *funding portals* als belangrijke ‘gatekeepers’ die enkel betrouwbare vennootschappen mogen toelaten.³⁵⁸ Zoals eerder gezegd, moeten de *funding portals* de vennootschappen weigeren wanneer zij geloven dat er een risico op fraude bestaat.³⁵⁹

155. Ten vijfde moeten zij alle informatie die de uitgevende vennootschap op grond van de wet aan hen moet bezorgen, 21 dagen voor de openbare aanbieding van de aandelen ter beschikking stellen van de SEC en van de investeerders.³⁶⁰ Hierbij is het van erg groot belang om op te merken dat de *funding portals*, net zoals de uitgevende vennootschappen, aansprakelijk zijn als ‘uitgever van de aandelen’ voor alle valse of misleidende verklaringen en weglatingen die in deze informatie vervat

³⁵³ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 236; G. D. DESCHLER, “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, (1145) 1177.

³⁵⁴ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 236.

³⁵⁵ T. A. MARTIN, “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 11.

³⁵⁶ Art. 4A, (a), (5) van de Securities Act van 1933.

³⁵⁷ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 237; G. D. DESCHLER, “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol.58, (1145) 1158.

³⁵⁸ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 248.

³⁵⁹ Zie nr. 149.

³⁶⁰ Art. 4A, (a), (6) van de Securities Act van 1933

zitten.³⁶¹ Dit betekent dat de *funding portals* een grondige *due diligence* moeten doorvoeren alvorens zij een vennootschap op hun platform toelaten.

Betalingsprocedure

156. Ten zesde moeten zij een regeling voorzien die ervoor zorgt dat de uitgevende vennootschappen het geld van de investeerders pas ontvangen wanneer het vooropgestelde bedrag of een hoger bedrag is bereikt. Bovendien moeten de investeerders hun investering kunnen annuleren zolang het vooropgestelde bedrag nog niet is bereikt.³⁶² Dit maakt het mogelijk voor de investeerders om ten volle gebruik te maken van de communicatiemiddelen, zoals bijvoorbeeld een forum, die het platform ter beschikking stelt om zich verder te informeren en zich eventueel, na een aantal negatieve commentaren en waarschuwingen, te bedenken. Bovendien zorgt dit ervoor dat wanneer er te weinig investeerders zijn, degenen die wel hebben geïnvesteerd, hun geld terugkrijgen en niet verloren zien gaan.³⁶³

157. Ten zevende en ten achtste moeten de *funding portals* ervoor zorgen dat de investeerders hun investeringslimieten niet overschrijden en dat de privacy van de verkregen gegevens van de investeerders wordt beschermd.³⁶⁴

Verbod op participatie door het *equity crowdfunding* platform

158. De laatste twee vereisten die de JOBS Act oplegt aan de *funding portals* zijn (1) dat de *funding portals* geen mensen mogen betalen om de gegevens van potentiële investeerders aan hen over te maken en (2) dat het verboden is voor hun bestuurders, functionarissen of vennoten (of om het even welke persoon met een gelijkaardige status of functie) om een financieel belang te hebben in de uitgevende vennootschappen die op hen beroep doen voor de openbare aanbidding van hun effecten.³⁶⁵ De SEC heeft daaraan toegevoegd dat het voor de *funding portals* zelf verboden is om als vergoeding voor de geleverde diensten een financieel belang te krijgen in de uitgevende

³⁶¹ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 251-252; G. D. DESCHLER, "Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries", *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, (1145) 1155-1157.

³⁶² Art. 4A, (a), (7) van de Securities Act van 1933.

³⁶³ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 139-141.

³⁶⁴ Art. 4A, (a), (8) en (9) van de Securities Act van 1933.

³⁶⁵ Art. 4A, (a), (10) en (11) van de Securities Act van 1933.

vennootschappen die op hun platform staan.³⁶⁶ Het is *funding portals* wel toegelaten om aandelen te verwerven van de uitgevende vennootschap als dit tegen dezelfde voorwaarden gebeurt als de andere investeerders en als dit geen vorm van vergoeding voor hun diensten uitmaakt.³⁶⁷

Deze laatste wettelijke vereiste en de uitbreiding door de SEC zijn bedoeld om belangenconflicten te vermijden wanneer de *funding portals* moeten beoordelen of een uitgevende vennootschap in aanmerking komt om haar aandelen op het platform aan te bieden.³⁶⁸ Echter, het feit dat de *funding portals* geen aandelen mogen ontvangen als vergoeding voor hun diensten, zou wel eens nadelig kunnen zijn aangezien vele startende ondernemingen nog niet genoeg middelen hebben om een *funding portal* op een andere manier te vergoeden.³⁶⁹ Daarenboven zou het zelfs een extra bescherming kunnen zijn voor de andere investeerders wanneer een *funding portal* ook aandelen verwerft in de aangeboden vennootschappen omdat zij op die manier dezelfde belangen krijgen bij het slagen van de aangeboden ondernemingen.³⁷⁰

Bijkomende vereisten

159. Ten slotte is het aan de SEC om deze door de wet vooropgestelde vereisten verder vorm te geven. Daarenboven kan de SEC steeds bijkomende vereisten opleggen voor de bescherming van de investeerders en in het openbaar belang.³⁷¹ Een bijkomende vereiste die zo door de SEC wordt opgelegd is dat de *funding portals* op hun platform een communicatiekanaal moeten hebben waar investeerders en ondernemers met elkaar kunnen praten over de aangeboden aandelen.³⁷² Dit moet het

³⁶⁶ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 235.

³⁶⁷ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 235.

³⁶⁸ A. C. FINK, "Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act", *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 26; J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 196-197.

³⁶⁹ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 241; J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 197.

³⁷⁰ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 241.

³⁷¹ Art. 4A, (a), (12) van de Securities Act van 1933.

³⁷² G. D. DESCHLER, "Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries", *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, (1145) 1169-1173.

mogelijk maken om ten volle gebruik te maken van de *wisdom of the crowd*. Dit helpt fraude te voorkomen doordat investeerders elkaar inlichten en dit zorgt voor beter geïnformeerde investeerders aangezien mensen met een bepaalde kennis over de branche waarin de onderneming zijn activiteiten wil ontplooiën die kennis kunnen delen.³⁷³ Uiteraard brengt dit ook met zich mee dat valse verklaringen kunnen worden gepost,³⁷⁴ maar wanneer deze kunnen worden gelinkt aan een bepaalde persoon, dan kunnen de *funding portals*, na de klacht van de uitgevende vennootschappen te hebben onderzocht, personen die valse verklaringen posten van het platform verwijderen.

c) Beoordeling van het Amerikaanse statuut

160. Het is duidelijk dat dergelijke *funding portals* als *gatekeepers* belangrijke actoren zijn binnen het *equity crowdfunding* proces. Niet alleen investeerders, maar ook de uitgevende vennootschappen vinden een voldoende graad van investeerdersbescherming belangrijk, want enkel in een markt waar er voldoende bescherming is zullen de investeerders bereid zijn te investeren.³⁷⁵ Daarenboven is het voor investeerders belangrijk te weten welke projecten betrouwbaar zijn. Voor de uitgevende vennootschappen is het dan weer belangrijk om investeerders te vinden en te overtuigen en dus om als betrouwbaar te worden aanzien. *Funding portals* kunnen beide groepen helpen door de ondernemingen te screenen, aan een *due diligence* te onderwerpen en als betrouwbaar op hun platform op te nemen. Zij zijn tussenpersonen die als *gatekeepers* een keurmerk bieden aan de uitgevende vennootschappen die zij toelaten op hun platformen.³⁷⁶ Op die manier vervullen zij een belangrijke signaalfunctie binnen de *equity crowdfunding* markt.³⁷⁷ Dit signaal is vooral nuttig voor kleine en startende ondernemingen omdat zij, in tegenstelling tot de grote ondernemingen, zelf nog geen reputatie hebben kunnen opbouwen.³⁷⁸ Het zijn net die ondernemingen die een beroep doen op *equity crowdfunding* om zich te financieren.

Funding portals hebben er dan ook alle belang bij om een sterke en betrouwbare reputatie op te bouwen om op die manier als *gatekeeper* te worden beschouwd en zowel uitgevende

³⁷³ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 134-135.

³⁷⁴ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 135.

³⁷⁵ S. J. CHOI, "Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 42.

³⁷⁶ J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 184 en 193.

³⁷⁷ J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 186.

³⁷⁸ S. J. CHOI, "Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 46.

vennootschappen als investeerders aan te trekken. Tussen beiden bestaat ook een wisselwerking.³⁷⁹ *Funding portals* die veel investeerders aantrekken zijn interessant voor ondernemingen. Omgekeerd is het ook voor investeerders interessant om te kunnen kiezen uit verschillende ondernemingen en om die met elkaar te kunnen vergelijken.³⁸⁰ Enkel door een betrouwbaar signaal te geven aan de markt, zullen de *funding portals* inkomsten kunnen verwerven. Dit betekent dat zij vanuit de markt zelf een incentive hebben om investeerders te beschermen en fraude tegen te gaan.³⁸¹

161. Door het opleggen van al deze verplichtingen en door het creëren van een speciaal statuut geeft de wetgever ook een sterk signaal aan de investeerders. De projecten die op geregistreerde *funding portals* worden aangeboden zouden in principe betrouwbaar moeten zijn. Ook de vereiste van registratie bij een zelfregulerende organisatie geeft een signaal van betrouwbaarheid aan de investeerders aangezien dergelijke organisatie tot doel heeft om te komen tot een bloeiende kapitaalmarkt en frauduleuze platformen zal weren.³⁸² Deze signaalfunctie is erg waardevol voor een nieuwe, opkomende markt zoals de *equity crowdfunding* markt waarbij de investeerders nog moeten worden overtuigd van de betrouwbaarheid ervan.³⁸³

162. Echter, ondanks het positieve signaal dat via dit statuut en de gedragsregels wordt gegeven, rijst in de Amerikaanse literatuur de vraag of de wetgever hierin niet te ver is gegaan, waardoor het verschil tussen de zwaarte van de regulering rond *brokers* en die rond *funding portals* te miniem is om een voordeel te halen uit het statuut van *funding portal*.³⁸⁴ Daarenboven verhogen al deze verplichtingen de kosten die een *funding portal* moet maken om als *equity crowdfunding* platform te kunnen werken, waardoor het twijfelachtig is of een *funding portal* rendabel kan worden geëxploiteerd.³⁸⁵ De toekomst zal moeten uitwijzen of de twijfels omtrent dit statuut terecht zijn.

³⁷⁹ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 292-293.

³⁸⁰ S. J. CHOI, "Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 51.

³⁸¹ S. J. CHOI, "Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation", *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, (27) 44.

³⁸² K. SIGAR, "Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards", *Admin. L. Rev.* 2012, Vol. 64, (473) 499.

³⁸³ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 467.

³⁸⁴ A. D. STEPHENSON, B. R. KNIGHT en M. BAHLEDA, "From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding", *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, (231) 253.

³⁸⁵ J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 191; S. R. COHN, "The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution", *Fla. L. Rev.* 2012, Vol. 64, (1433) 1439-1444.

B. Een Belgisch statuut voor *equity crowdfunding* platformen

163. Het idee om een specifiek statuut te creëren voor *equity crowdfunding* platformen bestaat niet alleen in Amerika. Ook in Europa zijn er al een aantal landen, zoals bijvoorbeeld Italië en Frankrijk³⁸⁶, waar de platformen een bepaalde vergunning moeten verkrijgen voor het uitoefenen van hun activiteiten.³⁸⁷ Zoals uit de beoordeling van het Amerikaanse statuut blijkt, heeft dit een belangrijke en erg waardevolle signaalfunctie voor de *equity crowdfunding* markt.

164. Zoals eerder werd uiteengezet,³⁸⁸ moet een *equity crowdfunding* platform in België op dit moment, al naargelang van de manier waarop de activiteiten worden georganiseerd, mogelijks een of meerdere verschillende statuten bekomen (kredietinstelling, beleggingsonderneming, beursvennootschap, vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies of betalingsinstelling). Dit maakt het voor personen die graag een dergelijk platform willen uitbaten en geloven dat dit een winstgevende activiteit is, niet evident om zo'n platform te starten. In plaats van vrijstellingen te verlenen op het verkrijgen van sommige van deze statuten, zoals de Belgische wetgever met de wet van 25 april 2014 heeft gedaan voor het bemiddelingsmonopolie onder de prospectuswet,³⁸⁹ lijkt het een betere oplossing om naast de reeds bestaande statuten een apart statuut te voorzien, dat moet worden verkregen wanneer een website de naam van *equity crowdfunding* platform wil dragen en in de wet gedefinieerde *equity crowdfunding* activiteiten wil aanbieden. Op die manier moeten de personen die een *equity crowdfunding* platform willen uitbaten slechts naar één regeling kijken en weten zij heel duidelijk welke de voorwaarden zijn en welke de toegelaten en verboden activiteiten zijn die met het exploiteren van dergelijk platform samengaan.

Wanneer in België een statuut wordt gecreëerd voor *equity crowdfunding* platformen, dan is het van belang om dit zoveel mogelijk op maat te maken van de activiteiten die zo'n platform moet (kunnen) verrichten. Daarbij moet overregulering worden vermeden. Hierbij rijst dezelfde vraag als bij het reguleren van *equity crowdfunding* in het algemeen: hoe kan/kunnen deze activiteit/platformen zo flexibel mogelijk worden gereguleerd voor de ondernemers en de platformen en tegelijkertijd toch

³⁸⁶ Règlement d'usage de la marque collective, Plate-forme de financement participatif régulée par les autorités françaises, approuvée par Le Ministre des Finances et des Comptes publics, Le Ministre de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, 23 december 2014, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/410196>.

³⁸⁷ S. DECOSTER en C. LEWALLE, "Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives", *Rev.banc.fin.* 2014, (455) 465-466.

³⁸⁸ Zie Hoofdstuk II.

³⁸⁹ Art. 55, §2, 3° prospectuswet, zoals ingevoerd door art. 95, 4° van de wet van 25 april 2014 houdende diverse bepalingen, BS 7 mei 2014.

voldoende bescherming bieden aan de investeerders?

- a) Een *light* versie van het Amerikaanse statuut van *Funding Portal*: het statuut van *Equity Crowdfunding Platform*

165. Vertrekkende van het Amerikaanse statuut worden een aantal aanpassingen voorgesteld die het aantrekkelijker moeten maken om een *equity crowdfunding* platform uit te baten.

- i. Verboden activiteiten

166. Eerst en vooral kan er worden geargumenteed dat de activiteiten die verboden zijn onder het statuut van *funding portal* (het geven van beleggingsadvies of aanbevelingen, het aansporen of overtuigen van investeerders om te investeren in de door uw platform aangeboden aandelen, het vergoeden van werknemers, agenten of andere mensen voor het overhalen van investeerders om te investeren en het bezitten, managen, of verhandelen van geïnvesteerde gelden of aandelen) ook bij een Belgisch statuut beter worden verboden. Deze activiteiten leunen dicht aan bij de activiteiten van beleggingsondernemingen en er valt dus zeker iets te zeggen voor de redenering dat platformen die zulke activiteiten willen verrichten dan ook maar het statuut en de verplichtingen van een beleggingsonderneming moeten aanvaarden.³⁹⁰

Daarenboven is het verbieden aan *equity crowdfunding* platformen om beleggingsadvies te geven in België geen probleem. In België is er namelijk pas sprake van beleggingsadvies wanneer het advies wordt gepersonaliseerd.³⁹¹ Een indeling van de projecten in risiconiveaus of in bepaalde thema's (milieu, IT, technologie, sport...) die voor alle bezoekers van het platform gelijk is, is niet te beschouwen als beleggingsadvies en is dan ook nog steeds mogelijk voor *equity crowdfunding* platformen. De mogelijkheid om dergelijke indeling te maken, lijkt voldoende te zijn voor de rol van tussenpersoon die een *equity crowdfunding* platform dient te vervullen. Sterker nog, het is zelfs aanbevelingswaardig om de *equity crowdfunding* platformen te verplichten om de aangeboden projecten een risicolabel te geven (van extreem risicovol tot minder risicovol) om op die manier de investeerders een indicatie te geven van het risico dat ze lopen.³⁹² Wanneer een *equity crowdfunding*

³⁹⁰ C. S. BRADFORD, "Crowdfunding and the federal securities laws", *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 136.

³⁹¹ Zie nrs. 81, 82.

³⁹² In de toekomst zal een risicolabel in elk geval al worden vereist bij het aanbieden van spaar-, beleggings-, en verzekeringsproducten, zie hiervoor (6 mei 2015): http://www.fsma.be/nl/Site/Repository/press/div/2014/2014-06-12_labels.aspx. De inwerkingtreding van dit reglement is echter voor onbepaalde tijd uitgesteld omdat men op

platform toch gepersonaliseerd advies wil geven, moet daarvoor het statuut van beleggingsonderneming worden verkregen.

167. De enige kanttekening die hier nog moet worden gemaakt betreft het verbod voor de platformen om geïnvesteerde gelden of aandelen te verhandelen. In plaats van de platformen te verplichten om hiervoor een beroep te doen op een derde persoon, wat een extra kost met zich meebrengt, is het aan te bevelen om hen, net zoals de ondernemers, te verplichten artikel 449 W.Venn. na te leven en de ontvangen gelden te storten op een bijzondere rekening die wordt geopend in naam van de op te richten vennootschap.³⁹³

ii. Registratieplicht

168. Ook de registratieplicht bij de FSMA en/of een zelfregulerende instantie zou erg zinvol zijn omwille van het bijkomende en versterkende signaal van vertrouwen dat daarmee aan de markt wordt gegeven. Platformen die het specifieke statuut van *equity crowdfunding* platform hebben verkregen, staan dan meteen onder de controle en het toezicht van deze instanties. Wanneer een registratieplicht zou worden opgelegd aan de uitgevende vennootschappen die hun aandelen willen aanbieden via een *equity crowdfunding* platform, dan moeten deze voor elke uitgifte een registratieprocedure doorlopen. Door een registratieplicht op te leggen aan de *equity crowdfunding* platformen, moet maar eenmaal, namelijk bij het verkrijgen van het statuut, een registratieprocedure worden afgewerkt.

iii. Informatieplicht

169. De verplichting om informatie beschikbaar te maken over de risico's die *equity crowdfunding* met zich meebrengt moet zeker en vast worden overgenomen. *Equity crowdfunding* is nu eenmaal een risicovolle investering en daar dient de investeerder zich bewust van te zijn. Het is bovendien ook aan te bevelen dat voorafgaand aan het effectief sluiten van een transactie de investeerder nogmaals op de risico's wordt gewezen door bijvoorbeeld het laten verschijnen van een bepaalde melding. In plaats van de platformen zelf te laten bepalen op welke manier en welke informatie aan de investeerders

Europees niveau ook aan het werken is aan een risicolabel (zie: Verordening (EU) nr. 1286/2014, van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's), *Pb.L.* 9 december 2014, afl. 352, 1.) en men de investeerders niet wil verwarren door nu een label in te voeren dat dan binnenkort weer dient te worden gewijzigd door Europese reglementering. Een gelijkaardige label-regeling voor de aanbiedingen op *equity crowdfunding* platformen zou een goede zaak zijn.

³⁹³ Zie nrs 66, 174, 205, 214.

moet worden meegedeeld, lijkt het beter dat de FSMA een standaardpraktijk en standaardinformatielijst opstelt, zodat er rechtszekerheid bestaat voor de *equity crowdfunding* platformen om te bepalen of zij al dan niet te kort zijn geschoten in hun informatieverplichting.

iv. Financiële vormingsplicht

170. Zoals in Amerika, de *equity crowdfunding* platformen ook verplichten om de financiële vorming van de investeerders te verzorgen lijkt echter overdreven. In België is het de taak van de FSMA om te voorzien in de financiële opleiding van de investeerders.³⁹⁴ Naar analogie met wat BRADFORD voorstelt in Amerika,³⁹⁵ is het een goede oplossing om een investeerder die zich registreert op een *equity crowdfunding* platform via een link verplicht door te sturen naar de website van de FSMA die de nodige financiële vorming gericht op niet-professionele investeerders bevat. BRADFORD is zich er van bewust dat het onmogelijk is om te garanderen dat alle investeerders deze financiële vorming zullen doorlopen, maar ze hebben op zijn minst de mogelijkheid gehad om er kennis van te nemen. Wie er geen aandacht aan geeft kan dit alleen zichzelf verwijten. Door deze verplichting bij de FSMA te leggen en niet bij de platformen, wordt een belangrijke onzekerheidsfactor en mogelijk aansprakelijkheidsrisico voor onvoldoende financiële vorming voor de platformen vermeden.

v. *Due diligence* plicht

171. Een van de meest belangrijke verplichtingen, en waarschijnlijk ook de meest kostelijke en tijdrovende verplichting, is de verplichting om maatregelen te nemen om fraude te verhinderen. De Amerikaanse vereiste dat de *funding portals* een controle moeten doorvoeren van de achtergrond en de financiële geschiedenis van elke functionaris, bestuurder en elke persoon die meer dan 20 procent van de aandelen van de uitgevende vennootschap bezit, is erg strikt geformuleerd, maar is desalniettemin noodzakelijk wegens de belangrijke rol als ‘*gatekeepers*’ die de platformen spelen. Het doorvoeren van een grondige *due diligence* van de uitgevende vennootschappen is dan ook absoluut noodzakelijk voor het vertrouwen dat de niet-professionele investeerders moeten hebben in de *equity crowdfunding* platformen.

³⁹⁴ Art. 45, §1, 6° van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

³⁹⁵ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 138-139.

172. Het is echter van belang om deze verplichting te kwalificeren als een inspanningsverbintenis en niet als een resultaatsverbintenis. De *equity crowdfunding* platformen telkens aansprakelijk stellen wanneer een aangeboden onderneming faalt en failliet gaat zou het onmogelijk maken om dergelijk platform uit te baten. Echter, van een *equity crowdfunding* platform mag wel worden verwacht dat zij, die *equity crowdfunding* als *core business* hebben en daar hun geld mee verdienen, zich als een redelijk en normaal zorgvuldig *equity crowdfunding* expert gedragen en aldus een grondige *due diligence* doorvoeren en daarover op een correcte en duidelijke manier rapporteren. Anders dan de investeerders en dan de uitgevende vennootschappen zijn *equity crowdfunding* platformen *repeat players* die een grote kennis en ervaring opbouwen in het gebied van *equity crowdfunding*. Omdat zij daarenboven meerdere projecten zullen aanbieden, kunnen zij ook gebruik maken van schaalvoordelen om de kosten die noodzakelijk gepaard gaan met een *due diligence* zo laag mogelijk te houden.

173. Voortbouwend op deze *due diligence* verplichting, kan ook de verplichting om alle relevante en noodzakelijke informatie over de aangeboden aandelen tijdig beschikbaar te maken voor de investeerders en de FSMA worden overgenomen uit het Amerikaanse statuut. Ook de aansprakelijkheid voor valse of misleidende verklaringen en weglatingen die in deze informatie vervat zitten dient te worden overgenomen. Op die manier zijn de *equity crowdfunding* platformen volledig verantwoordelijk voor alles wat zij op hun platform aan informatie geven. Dit hangt nauw samen met de grondige *due diligence* verplichting. Om rechtszekerheid te creëren voor de *equity crowdfunding* platformen is het ook hier aan te bevelen dat de FSMA een lijst opstelt met de minimale informatie die moet worden gegeven over de projecten wanneer de prospectusplicht niet van toepassing is.

vi. Betalingsprocedure

174. Ook de verplichting om te voorzien in een betalingssysteem dat ervoor zorgt dat de uitgevende vennootschappen het geld van de investeerders pas ontvangen wanneer het vooropgestelde bedrag of een hoger bedrag is bereikt, kan worden overgenomen. Dit wordt in ons Belgisch recht al voorzien door de verplichting in artikel 449 W.Venn. om een bijzondere rekening te openen in naam van de op te richten vennootschap, waarbij het geld pas ter beschikking komt van de vennootschap na de oprichting.³⁹⁶

³⁹⁶ Zie nrs. 66, 167, 205, 214.

175. Echter, de Amerikaanse vereiste dat investeerders hun investering moeten kunnen annuleren zolang het vooropgestelde bedrag nog niet is bereikt, lijkt een frauderisico in te houden. Ondanks dat deze annulatiemogelijkheid het mogelijk maakt voor de investeerders om zich te bedenken, zou een ondernemer de investeerders kunnen misleiden door zelf (of via verschillende stromannen) in de beginfase aandelen te kopen om op die manier de indruk te wekken voor de andere investeerders dat veel mensen in het concept geloven. Wanneer op die manier andere investeerders worden overtuigd en die ook gaan investeren, kan de ondernemer stelselmatig zijn aankopen annuleren zodat uiteindelijk enkel het geld van de andere investeerders overblijft. Dit is uiteraard slechts een hypothese. Onderzoek naar de psychologische aspecten van *equity crowdfunding* en de beïnvloeding van investeringsbeslissingen van andere investeerders is noodzakelijk om dit met zekerheid te kunnen zeggen. Wanneer echter een aankoopbeslissing niet kan worden geannuleerd, dan blijft ook het geld van de ondernemer en de stromannen in het project zitten.

vii. Verbod op participatie door het *equity crowdfunding* platform

176. Het verbod voor het *equity crowdfunding* platform zelf, voor de bestuurders, functionarissen of vennoten (of om het even welke persoon met een gelijkaardige status of functie) van een *equity crowdfunding* platform om als vergoeding voor de geleverde diensten een financieel belang te verkrijgen in de uitgevende vennootschappen die op hen beroep doen voor de openbare aanbidding van hun effecten lijkt een onnodige beperking. Zoals eerder geargumenteed,³⁹⁷ zou dergelijk verbod wel eens nadelig kunnen zijn voor de vele startende ondernemingen die nog niet genoeg middelen hebben om een *equity crowdfunding* platform op een andere manier te vergoeden. Daarenboven zou het zelfs een extra bescherming kunnen zijn voor de andere investeerders wanneer een *equity crowdfunding* platform ook aandelen verwerft in de aangeboden vennootschappen omdat zij op die manier dezelfde belangen krijgen bij het slagen van de aangeboden ondernemingen. Wel is het belangrijk om duidelijk te communiceren over dergelijke participatie naar de andere investeerders toe.

viii. Conclusie

177. Op een aantal wijzigingen na, lijkt het dus zinvol om de meeste verplichtingen die het Amerikaanse statuut voorziet over te nemen. Dit betekent dat ook de vrees voor overregulering, waardoor niet veel personen geïnteresseerd zouden kunnen zijn om een dergelijk *equity crowdfunding*

³⁹⁷ Zie nr. 158.

platform te exploiteren, voor een stuk blijft bestaan.

Het is echter belangrijk om voor ogen te houden dat door een dergelijke regeling voor de *equity crowdfunding* platformen te voorzien, het wel mogelijk wordt om de ondernemingen en de investeerders niet (of veel minder) te reguleren, waardoor het proces voor hen goedkoper en aantrekkelijker wordt. Anderzijds bestaat het risico dat de *equity crowdfunding* platformen hun kosten, veroorzaakt door deze regulering, gaan doorrekenen aan de ondernemingen die zich via hen willen financieren, waardoor *equity crowdfunding*, net zoals een beursgang toch te duur wordt voor de kleinere, startende ondernemingen. Men moet echter inzien dat het voor een opkomende, nieuwe en jonge markt zoals *equity crowdfunding* erg belangrijk is om eerst het vertrouwen van de markt te winnen en daarvoor lijkt een zekere regulering die rechtszekerheid biedt voor de verschillende belanghebbende partijen belangrijk.³⁹⁸ Regulering werkt in dat opzicht als een vorm van *branding* waarbij de *equity crowdfunding* platformen die volledig volgens de regels werken zich duidelijk kunnen profileren naar de ondernemers en de investeerders toe.

b) De sanctionering van de opgelegde gedragsregels

178. Bij het invoeren van gedragsregels is het ook belangrijk om na te denken over een passende sanctionering wanneer deze regels niet worden nageleefd. Eerst en vooral is het aan te bevelen om de FSMA verantwoordelijk te maken voor de algemene controle op de naleving van deze gedragsregels. Dit past in de toezichtopdracht die de FSMA op grond van artikel 45, §1 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten heeft gekregen.³⁹⁹

179. Naast deze algemene controle door de FSMA, rijst de vraag naar de privaatrechtelijke sancties die aan deze gedragsregels kunnen worden gekoppeld. Wat kunnen de investeerders doen wanneer een *equity crowdfunding* platform de gedragsregels niet heeft nageleefd? Een volledige en grondige bespreking van het aansprakelijkheidsregime bij het niet-naleven van de door de wet bepaalde gedragsregels gaat het bestek van deze masterproef echter te buiten.⁴⁰⁰ Wel kunnen beknopt

³⁹⁸ A. C. FINK, "Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act", *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 32-33

³⁹⁹ P. VAN CLEYNENBREUGEL, "Gedragsregels in het financieel recht: Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht", *Jura Falc.* 2008-2009, afl. 1, (77) 112-115.

⁴⁰⁰ Zie hiervoor oa M. KRUIJTHOF, "Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op reglementaire gedragsregels inzake beleggingsdiensten: zorgplicht, *know your customer* en *best execution*", in H. DAEMS, I. DE MEULENEERE, R. FELTKAMP, C.

twee mogelijke opties worden bekeken.

Eenzijds kan de wetgever ervoor opteren om specifieke privaatrechtelijke sancties aan de gedragsregels te koppelen. Een voorbeeld van gedragsregels met privaatrechtelijke sancties kan worden gevonden in een aantal bepalingen in het Wetboek Economisch Recht met betrekking tot het Consumentenkrediet. Artikel VII.67 en volgende WER bepalen gedragsregels die door de kredietgever moeten worden nageleefd bij het sluiten van een consumentenkrediet. Artikel VII.194 en volgende WER bepalen dan per gedragsregel een specifieke sanctie. Deze zijn vaak een stuk voordeliger voor de consument dan de sancties uit het gemeen recht. Het is echter niet eenvoudig om per gedragsregel een gepaste privaatrechtelijke sanctionering te voorzien. Een mogelijke privaatrechtelijke sanctie bij de schending door *equity crowdfunding* platformen van de verplichting om de investeerder uitvoerig te waarschuwen voor het risico dat verbonden is aan *equity crowdfunding*, zou kunnen zijn dat de investeerder het *equity crowdfunding platform* kan verplichten om de door de investeerder gekochte aandelen over te kopen tegen het door de investeerder geïnvesteerde bedrag, vermeerderd met de intrest voor de periode waarin hij het bedrag niet ter beschikking had. Op die manier krijgt de investeerder zijn geld terug, en blijft de inschrijving op de aandelen behouden voor de uitgevende vennootschap.

Anderzijds kan de wetgever ervoor kiezen om geen specifieke privaatrechtelijke sancties te voorzien voor schendingen van de gedragsregels. In dat geval, zoals hoger al aangegeven,⁴⁰¹ is het gemeen recht van toepassing. Al naargelang de gedragsregel het precontractuele gedrag of het contractuele gedrag regelt, zal men via het gemeen contractueel of buitencontractueel recht (fout – schade – oorzakelijk verband) de aansprakelijkheid van het *equity crowdfunding* platform moeten bewijzen.⁴⁰² Aangezien in de meeste gevallen geen contract zal bestaan tussen de investeerder en het platform, zal meestal het buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht van toepassing zijn.

180. Afhankelijk van hoe de gedragsregel is geformuleerd kan er sprake zijn van resultaats- of inspanningsverbintenissen. Gedragsregels formuleren als resultaatsverbintenissen biedt het meeste bescherming aan investeerders, aangezien zij dan om een fout te bewijzen enkel moeten aantonen dat

HOUSSA, en R. STEENNOT (eds.), *Bescherming van de consument in het financieel recht*, Anthemis Intersentia, Antwerpen, 2012, 155-201.

⁴⁰¹ Zie nr. 134.

⁴⁰² P. VAN CLEYNENBREUGEL, "Gedragsregels in het financieel recht: Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht", *Jura Falc.* 2008-2009, afl. 1, (77) 110-11 en 115-117.

de regel niet werd nageleefd. Bij een inspanningsverbintenis moeten zij bewijzen dat het *equity crowdfunding* zich niet heeft gedragen zoals van een normaal en redelijk zorgvuldig *equity crowdfunding* platform, geplaatst in dezelfde omstandigheden, mag worden verwacht, dit is een zwaardere bewijslast.

181. Hoewel sommigen van oordeel zijn dat door de strikte regulering en door al deze verplichtingen en aansprakelijkheidsrisico's het uitbaten van een *equity crowdfunding* platform niet rendabel zal zijn,⁴⁰³ lijkt de mogelijkheid om een commissie te vragen op het opgehaalde bedrag van een project, gecombineerd met de mogelijkheid om op het platform andere ondernemingen reclame te laten maken tegen een vergoeding toch een bepaalde hoeveelheid inkomsten te betekenen.

c) Een meer flexibel maar zwakker alternatief

182. Indien toch wordt geoordeeld dat een wettelijke reglementering die wordt opgelegd aan de *equity crowdfunding* platformen te strikt is en te hoge kosten met zich meebrengt, dan bestaat ook de mogelijkheid om de door de wet vooropgestelde gedragsregels in te voeren via *soft law* zoals *best practices* en gedragscodes voor *equity crowdfunding* platformen, die dan niet bindend zijn. Het zou dan kunnen volstaan dat de wet de platformen verplicht om aan te geven of deze *soft law* wordt nageleefd of niet. Investeerders kunnen op die manier de *equity crowdfunding* platformen met elkaar vergelijken en vaststellen welke platformen volgens de wetgever het meest betrouwbaar zijn. Dit zal op zijn beurt voor concurrentie zorgen tussen de platformen waardoor de meeste platformen er waarschijnlijk naar zullen streven om de *soft law* zoveel mogelijk na te leven. De vraag is echter of deze *soft law* voldoende zal zijn en niet gewoon dode letter zal blijven.

3.2. Een *equity crowdfunding* platform als *underwriter* of *lead manager*

183. Het *equity crowdfunding* proces is te vergelijken met een, eerder beperkte vorm van, beursgang van een onderneming. Ondernemers die hun aandelen aan het grote publiek willen aanbieden, doen beroep op *equity crowdfunding* platformen die hiervoor een markt organiseren op hun website. Wanneer een onderneming dus nieuw uit te geven aandelen te koop aanbiedt via een *equity crowdfunding* platform kan dit vergeleken worden met een IPO door deze onderneming. Het is

⁴⁰³ J. M. HEMINWAY, "The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act", *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, (177) 191; S. R. COHN, "The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution", *Fla. L. Rev.* 2012, Vol. 64, (1433) 1439-1444.

dan ook interessant om na te gaan welke gebruiken en praktijken van toepassing zijn bij een IPO en of deze gebruiken en praktijken, eventueel in een aangepaste vorm, zouden kunnen worden gebruikt bij de vormgeving van een nieuw statuut voor *equity crowdfunding* platformen.

184. *Equity crowdfunding* platformen vervullen in het *equity crowdfunding* proces op het eerste gezicht dezelfde rol en functie als een *lead manager* vervult in het IPO proces. Voor de uitgevende ondernemingen brengen *lead managers* immers de aandelen aan de man en voor de investeerders verzorgen *lead managers* de *due diligence* zodanig dat beide partijen worden ontlast.⁴⁰⁴

Echter, wanneer de rol van *lead manager* of begeleidende bank verder wordt bestudeerd, dan wordt vastgesteld dat een *lead manager* naast het uitvoeren van een *due diligence* en het zoeken van investeerders nog heel wat andere taken vervult bij het introduceren van een onderneming op de beurs:⁴⁰⁵ de voorbereiding van de beursgang, het opstellen van de prospectus, het verlenen van een plaatsingsgarantie aan de uitgevende vennootschap, het bepalen van de prijsvorming... Kortom, de *lead manager* is de algemene verantwoordelijke, contactpersoon en coördinator van de gehele beursgang.

185. Meteen rijst de vraag dan of een of meerdere van deze activiteiten ook zouden moeten worden opgenomen in het statuut van de *equity crowdfunding* platformen. Aangezien de ondernemingen die op *equity crowdfunding* een beroep doen meestal kleine en startende ondernemingen zijn, die geen ervaring, noch de middelen hebben om al deze taken zelf te vervullen, zou het voor hen wellicht erg zinvol zijn wanneer een *equity crowdfunding* platform alle taken van een *lead manager* op zich zou nemen in het kader van een *equity crowdfunding* proces. Op die manier zou een *equity crowdfunding* platform een *full service* platform worden op wie een onderneming beroep kan doen om de volledige openbare uitgifte van de aandelen te organiseren. Daartegenover staat natuurlijk dat voor die *full service* ook een bepaalde vergoeding zal moeten worden betaald. In vele gevallen zal dit echter een probleem zijn, want het gebrek aan middelen is een van de redenen waarom ondernemingen beroep zouden doen op *equity crowdfunding*. Bovendien vallen platformen die alle activiteiten van een *lead manager* zouden willen uitoefenen onder de wet op de

⁴⁰⁴ E. BURKETT, "A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. Securities Regulation", *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 2011-2012, Vol. 13, (63) 102; B. BIERENS, C. M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, D. J. R. LEMSTRA en T.M. STEVENS, "Het Handboek beursgang: een inleiding", in B. BIERENS, C. M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, D. J. R. LEMSTRA en T.M. STEVENS, *Handboek beursgang*, Deventer, Kluwer, 2011, (1) 17.

⁴⁰⁵ B. BIERENS en P. ZIJP, "De rol van de begeleidende banken", in B. BIERENS, C. M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, D. J. R. LEMSTRA en T.M. STEVENS, *Handboek beursgang*, Deventer, Kluwer, 2011, (327) 327-328.

beleggingsondernemingen en moeten zij daarvoor dan ook het statuut van beleggingsonderneming verkrijgen.⁴⁰⁶ Alle activiteiten incorporeren in het statuut van *equity crowdfunding* platform is dan ook niet wenselijk. Wanneer een platform deze *full service* wil aanbieden, dan moet het statuut van beleggingsonderneming worden verkregen en volstaat het lichtere statuut van *equity crowdfunding* platform niet.

Wanneer een *equity crowdfunding* platform echter niet deze *full service* aanbiedt, maar zich beperkt tot de activiteiten die uit het Amerikaanse statuut van *funding portal* worden overgenomen, dan zou het nuttig kunnen zijn om hen, onder het statuut van *equity crowdfunding* platform, toch toe te laten om een plaatsingsgarantie of *underwriting* te verlenen aan de uitgevende vennootschappen. *Underwriting* kent verschillende vormen,⁴⁰⁷ maar in het geval van *equity crowdfunding* zou het voornamelijk nuttig kunnen zijn om het *equity crowdfunding* platform te verplichten de resterende aandelen zelf aan te kopen, wanneer een bepaald (voldoende hoog) percentage van het vooropgestelde bedrag al werd opgehaald bij andere investeerders. Op die manier worden de *equity crowdfunding* platformen extra gestimuleerd om alleen betrouwbare projecten op hun platform aan te bieden, aangezien zij bij elke aanbieding het risico lopen om zelf ook te moeten investeren. Uiteraard betekent dit dat *equity crowdfunding* platformen over een groot budget zouden moeten beschikken om al deze mogelijke investeringen ook effectief te kunnen doen. Het lijkt dan ook beter om de *equity crowdfunding* platformen niet te verplichten maar wel de mogelijkheid te geven om, op voorhand, bij het openbaar maken van de publieke uitgifte van de aandelen, aan te geven dat wanneer een bepaald percentage van het vooropgestelde bedrag wordt opgehaald zij zich verbinden om de overige aandelen zelf aan te kopen.

3.3. De vennootschapsrechtelijke regeling van *equity crowdfunding*

186. Anders dan in de Verenigde Staten worden de investeerders in België niet enkel beschermd door het financieel recht, maar ook door het vennootschapsrecht.⁴⁰⁸ Wanneer in België een statuut van *equity crowdfunding* platform wordt uitgewerkt, met daaraan gekoppeld een aantal gedragsregels, is het dan ook aanbevelingswaardig om dat statuut en de gedragsregels te schrijven in het licht van de vennootschapsrechtelijke regels die het oprichten van een vennootschap of een kapitaalverhoging via

⁴⁰⁶ Zie Hoofdstuk II, §1, 1.2.

⁴⁰⁷ B. BIERENS en P. ZIJP, “De rol van de begeleidende banken”, in B. BIERENS, C. M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, D. J. R. LEMSTRA en T.M. STEVENS, *Handboek beursgang*, Deventer, Kluwer, 2011, (327) 344-346.

⁴⁰⁸ S. HANKS, “Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union”, *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 270-271.

een openbaar beroep op het spaarwezen regelen. Het vennootschapsrecht bepaalt immers ook regels met betrekking tot informatieverplichtingen en inschrijvingsprocedures die moeten worden gevolgd wanneer wordt gekozen voor *equity crowdfunding* als financieringsmethode.⁴⁰⁹

§4 CONCLUSIE HOOFDSTUK III

187. Door de risico's die voor investeerders aan *equity crowdfunding* zijn verbonden, is er nood aan regels die hen bescherming bieden. Voor het uitwerken van deze regels kan worden gekozen voor het invoeren van informatieverplichtingen, voor het invoeren van preventieve kwaliteitsbeoordelingen door een bevoegde instantie of voor het invoeren van gedragsregels voor bepaalde actoren die een rol spelen in het *equity crowdfunding* proces. Wegens de onzekerheid over de beschermingswaarde van informatieverplichtingen en wegens de nadelen die zijn verbonden aan een preventieve kwaliteitsbeoordeling, is het aan te bevelen om te kiezen voor de invoering van gedragsregels. Door het sterke signaal van betrouwbaarheid dat daarvan uitgaat, kan het vertrouwen van de ondernemers en de investeerders in de jonge en opkomende *equity crowdfunding* markt worden gevrijwaard en zelfs nog verder groeien. Na het bestuderen van de posities van de verschillende actoren bij het *equity crowdfunding* proces, is een belangrijke vaststelling dat om verschillende redenen het niveau van de *equity crowdfunding* platformen meer geschikt is voor het uitwerken van een *equity crowdfunding* regulering dan dat van de investeerders of de ondernemers. Om vervolgens te bepalen wat die gedragsregels op het niveau van de *equity crowdfunding* platformen dan moeten inhouden, werd eerst gekeken naar het reeds bestaande Amerikaanse statuut van *funding portal*. Daarbij bleek enerzijds dat een heel aantal gedragsregels die aan *funding portals* worden opgelegd ook in België nuttig zouden zijn en anderzijds dat om overregulering te vermijden, een aantal aanpassingen en versoepelingen kunnen worden doorgevoerd. Bovendien is het nuttig om, ondanks het verschil tussen de *full service* activiteiten van een *lead manager* en de beperktere activiteiten van een *equity crowdfunding* platform, de *equity crowdfunding* platformen ook toe te laten om een plaatsingsgarantie te verlenen.

188. Tot slot kan worden geconcludeerd dat door het invoeren van de beschreven gedragsregels op het niveau van de *equity crowdfunding* platformen een evenwicht kan worden gevonden tussen enerzijds het belang van de ondernemers om een voldoende flexibele en betaalbare financieringswijze te vinden en anderzijds het belang van de investeerders om voldoende beschermd te zijn tegen misbruiken en onwetende en ongeïnformeerde beslissingen.

⁴⁰⁹ Zie hoofdstuk IV voor een bespreking van de vennootschapsrechtelijke regels die van toepassing zijn in het kader van *equity crowdfunding*.

HOOFDSTUK IV: VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE ASPECTEN VAN EQUITY CROWDFUNDING

189. In het vierde hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de vierde subvraag: **Zijn er vennootschapsrechtelijke aspecten waarmee rekening moet worden gehouden bij *equity crowdfunding*?**

In de voorgaande hoofdstukken werd het *equity crowdfunding* proces beschreven en vervolgens bekeken vanuit financieelrechtelijk oogpunt. Daarna werd nagegaan wie de verschillende belanghebbende partijen zijn en welk niveau het meest geschikt is voor *equity crowdfunding* regulering. Echter, zoals eerder aangegeven,⁴¹⁰ kan in België het financieel recht niet volledig los worden gezien van het vennootschapsrecht. In dit hoofdstuk wordt dan ook ingegaan op een aantal vennootschapsrechtelijke aspecten van het *equity crowdfunding* proces. In het eerste deel wordt bekeken of en hoe een vennootschap kan worden opgericht via *equity crowdfunding*. In het tweede deel worden een aantal kleinere vennootschapsrechtelijke regelingen besproken die gericht zijn op de situatie van de ondernemers of van de investeerders. Het ligt buiten het bestek van deze masterproef om problemen of mogelijke gevolgen of effecten van de in deze masterproef geformuleerde voorstellen op andere juridische gebieden dan het vennootschapsrecht te onderzoeken.

§1 OPRICHTING VAN EEN VENNOOTSCHAP VIA EQUITY CROWDFUNDING

190. Wanneer een aantal ondernemers een idee hebben en dit willen commercialiseren, dan kunnen zij ervoor opteren om hiervoor een vennootschap op te richten. Indien zij een groot budget nodig hebben dan kunnen zij een beroep doen op *equity crowdfunding*. Enerzijds kunnen ondernemers eerst een vennootschap oprichten en vervolgens via *equity crowdfunding* een kapitaalverhoging doorvoeren. Anderzijds zou het ook kunnen dat zij meteen, bij de oprichting, gebruik willen maken van *equity crowdfunding* om het nodige startkapitaal te verzamelen. In dit onderdeel wordt enkel gekeken naar de vennootschapsrechtelijke regels die van toepassing zijn op de tweede optie.

191. Eerst en vooral is het belangrijk om op te merken dat niet alle vennootschapsvormen een beroep mogen doen op *equity crowdfunding* om voldoende kapitaal te verzamelen. Zo is het verboden

⁴¹⁰ Zie nr. 186.

voor een Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid (BVBA) om een publiek beroep op het spaarwezen te doen.⁴¹¹ De belangrijkste vennootschapsvorm die wel een publiek beroep op het spaarwezen mag doen en dus gebruik kan maken van *equity crowdfunding* is de Naamloze Vennootschap (NV).⁴¹² Voor het vervolg van deze masterproef wordt de regeling voor de NV besproken.

192. Wanneer een ondernemer een NV zou willen oprichten via een beroep op *equity crowdfunding*, dan lijkt het weinig waarschijnlijk dat alle investeerders die ingeschreven hebben op de aandelen zullen verschijnen bij de notaris voor het verlijden van de oprichtingsakte. Ten eerste kunnen de investeerders, die via het internet werden bereikt, over heel België, of zelfs Europa,⁴¹³ verspreid wonen. Ten tweede is het praktisch gezien niet haalbaar om een datum en plaats te vinden waarop alle investeerders, die mogelijks met duizenden zijn, aanwezig kunnen zijn om de authentieke akte te verlijden. Wanneer een ondernemer een NV wil oprichten via *equity crowdfunding*, dan zal voor deze praktische moeilijkheden een oplossing moeten worden gezocht.

Het Wetboek van Vennootschappen voorziet in artikel 450 en 451 twee mogelijkheden om deze praktische moeilijkheden te overwinnen. (1) Artikel 450 W.Venn. laat toe dat aandeelhouders/investeerders bij het verlijden van de akte verschijnen door een houder van een authentieke of onderhandse volmacht. (2) Artikel 451 W.Venn. laat toe om een NV op te richten door middel van inschrijvingen.

1.1. Verschijnen van de investeerders via een authentieke of onderhandse volmacht⁴¹⁴

193. Op grond van artikel 450 W.Venn. is het mogelijk om als aandeelhouder te verschijnen bij het verlijden van de oprichtingsakte door middel van een onderhandse of authentieke volmacht. Deze volmacht wordt geregeld door het gemeen lastgevingsrecht,⁴¹⁵ aangevuld met de wettelijk verplichte vermeldingen uit het vennootschapsrecht.

⁴¹¹ Art. 210, lid 2 W.Venn.

⁴¹² Art. 438, lid 1 W.Venn.

⁴¹³ Zie Hoofdstuk V.

⁴¹⁴ B. TILLEMAN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, 319-328; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 166-169.

⁴¹⁵ B. TILLEMAN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 319.

A. Een bijzondere en uitdrukkelijke volmacht

194. Bij de oprichting van een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid zoals de NV, is een bijzondere volmacht vereist, aangezien artikel 453 *in fine* W.Venn. een aantal wettelijk verplichte vermeldingen opsomt die in de volmacht moeten worden opgenomen.⁴¹⁶ Bovendien is een uitdrukkelijk mandaat vereist, aangezien bij de oprichting van een vennootschap in ruil voor aandelen een inbreng wordt gedaan, en er dus sprake is van een daad van beschikking waarvoor een mandaat in algemene bewoordingen niet volstaat.⁴¹⁷

195. Artikel 450 W.Venn. vereist een geschreven volmacht. Het geschriftsvereiste met specifieke vermeldingen werd door de wetgever opgelegd om discussies over de identiteit van de oprichters te vermijden, aangezien hun identiteit van belang is om te bepalen op wie de oprichtersaansprakelijkheid rust.⁴¹⁸ Voorheen zweeg de wet over het soort akte dat werd vereist voor de volmacht, waardoor de meerderheid van de rechtsleer aannam dat een authentieke akte noodzakelijk was.⁴¹⁹ Voor de oprichting van een NV is namelijk een authentieke akte vereist⁴²⁰ en bijgevolg moeten de volmachten om deze akte te verlijden ook authentiek zijn. Om te hoge kosten te vermijden, bepaalt de wetgever nu evenwel uitdrukkelijk dat zowel een authentieke als een onderhandse volmacht kunnen worden gebruikt.⁴²¹

196. Een investeerder zou dus via, door het *equity crowdfunding* platform aangeboden, modeldocumenten, een bijzondere en uitdrukkelijke onderhandse volmacht kunnen verlenen aan de ondernemer om in zijn plaats te verschijnen bij het verlijden van de oprichtingsakte. De enige

⁴¹⁶ B. TILLEMEN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 319 en 324; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 168.

⁴¹⁷ B. TILLEMEN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 319-320; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 168.

⁴¹⁸ Cass. 20 mei 1897, Pas. 1897, I, 194, noot; B. TILLEMEN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 320; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 168-169.

⁴¹⁹ B. TILLEMEN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 322; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 166.

⁴²⁰ Art. 450, lid 1 W.Venn.

⁴²¹ Art. 450 W.Venn.; B. TILLEMEN, "Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen", in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (319) 322; C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 166-167.

moeilijkheid waarmee de ondernemer dan nog wordt geconfronteerd, is het feit dat hij alle, mogelijks duizenden, volmachten moet meenemen naar de notaris bij het verlijden van de authentieke oprichtingsakte. Echter, wanneer zoals eerder uiteengezet,⁴²² aan de vereisten van artikel XII.15 WER is voldaan, kan de onderhandse volmacht elektronisch worden gegeven. Wanneer dus het *equity crowdfunding* platform de juiste digitale procedures voorziet, kunnen de volmachten elektronisch worden gegeven, waardoor het voor de ondernemer mogelijk wordt om met een *memory-stick* of zelfs via drop-box al deze volmachten mee te brengen naar de notaris.

B. Oprichtersaansprakelijkheid

197. In dit scenario worden alle investeerders via een volmacht vertegenwoordigd bij het verlijden van de oprichtingsakte van de vennootschap. Zij zijn dan ook allen als oprichters te beschouwen, wat tot gevolg heeft dat zij ook allen de oprichtersaansprakelijkheid van artikel 456 en volgende W.Venn. dragen. Aangezien deze artikelen verregaande aansprakelijkheden bepalen, is het eigenlijk niet verantwoord dat niet-professionele investeerders, die helemaal geen kennis hebben van deze aansprakelijkheidsrisico's, deze oprichtersaansprakelijkheid dragen.

198. Artikel 450, lid 2 W.Venn. bevat evenwel een oplossing om de investeerders van deze oprichtersaansprakelijkheid vrij te stellen. In de oprichtingsakte kan namelijk uitdrukkelijk worden bepaald dat bepaalde aandeelhouders als oprichters moeten worden beschouwd en de anderen als loutere inschrijvers. Hieraan zijn echter drie voorwaarden gekoppeld: (1) de aandeelhouders die als oprichters worden aangewezen moeten minsten een derde van het maatschappelijk kapitaal bezitten, (2) de loutere inschrijvers mogen geen bijzondere voordelen verkrijgen en (3) mogen enkel een inbreng in geld doen.

Eerst en vooral, dat de loutere inschrijvers enkel een inbreng in geld mogen doen, is geen probleem bij *equity crowdfunding*. Wegens de eigenheid van de *equity crowdfunding* procedure, is een inbreng in geld eigenlijk de meest geschikte manier om een investering via *equity crowdfunding* te doen. Ten tweede, dat de loutere inschrijvers geen 'bijzondere voordelen' mogen verkrijgen, hoeft op zich ook geen probleem te zijn. Wanneer de investeerders in ruil voor hun inbreng gewone aandelen krijgen, zonder extra winstbewijzen of zonder het recht om een aantal bestuurders te benoemen of zelf tot bestuurder te worden benoemd, dan maken zij nog steeds deel uit van de algemene vergadering en hebben zij nog steeds recht op een dividend.

⁴²² Zie Hoofdstuk II, §2, 2.2. nrs. 99-101.

Ten derde, dat de aandeelhouders die als oprichters worden aangewezen een derde van het maatschappelijk kapitaal moeten bezitten, kan echter wel een belemmering zijn voor *equity crowdfunding*. Het is namelijk de bedoeling om de initiatiefnemende ondernemers als oprichters aan te wijzen en alle investeerders die via *equity crowdfunding* worden aangetrokken, als loutere inschrijvers. Dit betekent dat de ondernemer(s) die een beroep doen op *equity crowdfunding* minstens een derde van het bedrag dat ze willen ophalen zelf moeten investeren in de vennootschap. Aangezien *equity crowdfunding* net een manier is om ondernemers met weinig middelen de mogelijkheid te geven om veel middelen te verwerven, staat deze voorwaarde haaks op een van de doelen van *equity crowdfunding*.

199. Het nut van deze voorwaarden om als loutere inschrijvers te worden beschouwd, kan echter in vraag worden gesteld aangezien deze eenvoudig kunnen worden omzeild door de NV op te richten door middel van inschrijvingen zoals bepaald in artikel 451 - 452 W.Venn.⁴²³

1.2. Oprichting van een NV door middel van inschrijvingen

200. Het oprichten van een NV door middel van inschrijvingen wordt zelden gedaan in de praktijk. VAN RYN schreef hierover in 1954:⁴²⁴

“Ce procédé est rarement suivi dans la pratique; il vaut mieux ne passer l’acte constitutif qu’après avoir réuni les capitalistes disposés à souscrire intégralement le capital social, - plutôt que de courir les aléas d’une souscription publique qui pourrait être déficitaire et rendre la constitution impossible.”

VAN RYN stelt heel correct dat deze wijze van oprichting van een vennootschap heel onzeker is, aangezien de vennootschap pas tot stand zal komen indien er voldoende investeerders worden gevonden. Dit is exact hetzelfde als wat er gebeurt bij *equity crowdfunding*: een project, idee of onderneming wordt gelanceerd op een *equity crowdfunding* platform en enkel als er voldoende geïnteresseerde investeerders zijn zal het ook daadwerkelijk worden uitgevoerd.

⁴²³ Zie Hoofdstuk IV, §1, 1.2.

⁴²⁴J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 331.

A. Beschrijving van de procedure in het Wetboek van Vennootschappen

201. De oprichting van een NV door middel van inschrijvingen verloopt in drie fases.⁴²⁵ (a) In een eerste fase komen de initiatiefnemende ondernemers samen bij de notaris.⁴²⁶ (b) In een tweede fase worden inschrijvingsbiljetten, waarop investeerders kunnen inschrijven, opgemaakt en verspreid.⁴²⁷ (c) In een derde en laatste fase komen de initiatiefnemende ondernemers en de geïnteresseerde investeerders samen bij de notaris om te beslissen over de definitieve oprichting van de vennootschap.⁴²⁸

a) Fase 1: De initiatiefnemende ondernemers bij de notaris

202. In deze eerste fase van de oprichting van een NV door middel van inschrijvingen komen de ondernemers, die een bepaald idee of project voor ogen hebben en daarvoor een vennootschap willen oprichten, samen om een ontwerp van een vennootschapsakte op te maken. Deze vennootschapsakte bevat, naast de statuten⁴²⁹ van de vennootschap, ook alle vermeldingen opgelegd door artikel 453 W.Venn.⁴³⁰ Aangezien artikel 451, lid 2 W.Venn. vereist dat het ontwerp van de oprichtingsakte in authentieke vorm wordt opgemaakt, is de tussenkomst van een notaris noodzakelijk. De oprichtingsakte moet worden neergelegd ter griffie en moet worden bekendgemaakt in het Belgisch Staatsblad.⁴³¹ Van zodra de oprichtingsakte is bekendgemaakt en inschrijvingen mogelijk zijn, kunnen de oprichters geen wijzigingen meer aanbrengen aan de akte.⁴³²

203. Iedereen die bij het opmaken van de oprichtingsakte voor de notaris verschijnt, wordt door de wet beschouwd als een oprichter.⁴³³ Door het ondertekenen van de oprichtingsakte verbinden de

⁴²⁵ L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 483.

⁴²⁶ Art. 451, lid 2 W.Venn.

⁴²⁷ Art. 451, lid 3 en 4 W.Venn.

⁴²⁸ Art. 452 W.Venn.

⁴²⁹ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 232; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 484.

⁴³⁰ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 232-234; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 484.

⁴³¹ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 236; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 484.

⁴³² C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 241; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 486.

⁴³³ Art. 452, lid 2 W.Venn.

oprichters zich er onherroepelijk toe om de vennootschap op te richten onder de opschortende voorwaarde dat de investeerders in de derde fase beslissen tot de definitieve oprichting van de vennootschap.⁴³⁴

b) Fase 2: De inschrijvingsbiljetten

204. In de tweede fase worden de inschrijvingsbiljetten in tweevoud opgesteld⁴³⁵ en verspreid. Ook de inschrijvingsbiljetten moeten bepaalde door de wet vereiste informatie bevatten.⁴³⁶ Naast de informatie in de bekendgemaakte oprichtingsakte, moet deze informatie de investeerders toelaten om een (beperkt) zicht te krijgen op de aandelen waarop ze intekenen.⁴³⁷ Zo vermeldt het inschrijvingsbiljet: (1) de datum van de als ontwerp bekendgemaakte akte van vennootschap en die van haar bekendmaking; (2) de naam, de voornaam, het beroep en de woonplaats van de oprichters; (3) het maatschappelijk kapitaal en het aantal aandelen; (4) de storting, op elk aandeel, van ten minste een vierde van het bedrag waarvoor is ingeschreven of de verbintenis deze storting te doen uiterlijk bij de definitieve oprichting van de vennootschap.

Daarbovenop moeten de inschrijvingsbiljetten ook de vermeldingen van artikel 453 W.Venn. bevatten⁴³⁸ en de investeerders uitnodigen voor een vergadering (derde fase) die binnen de drie maanden⁴³⁹ moet worden gehouden.⁴⁴⁰ Wanneer de inschrijvingsbiljetten niet de vereiste vermeldingen, of onjuiste vermeldingen bevatten, zijn de oprichters aansprakelijk voor de vergoeding van de schade die daarvan het rechtstreeks gevolg is.⁴⁴¹ Bovendien leidt het feit dat de inschrijvingsbiljetten niet in tweevoud zijn opgemaakt of te weinig of foute vermeldingen bevatten tot de nietigheid van de inschrijving door de investeerders. Het betreft een relatieve nietigheid die enkel

⁴³⁴ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 258-259; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fecheyr, 1950, 484-486.

⁴³⁵ Ze moeten dan ook voldoen aan de vereisten van art. 1325 BW, zie C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 244; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fecheyr, 1950, 486.

⁴³⁶ Art. 452, leden 3 en 4 W.Venn.

⁴³⁷ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fecheyr, 1950, 487.

⁴³⁸ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332.

⁴³⁹ Over de start van de termijn van drie maanden bestaat onenigheid in de rechtsleer, zie enerzijds, C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 243-244 en anderzijds, L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fecheyr, 1950, 488.

⁴⁴⁰ Art. 451 *in fine* W.Venn.

⁴⁴¹ Art. 456, 3^e W.Venn.

door de investeerder in kwestie kan worden ingeroepen.⁴⁴² De nietigheid is echter slechts tegenwerpelijk aan derden wanneer ze wordt ingeroepen vooraleer de vennootschap definitief wordt opgericht. Nadien kan de nietigheid enkel worden ingeroepen ten aanzien van de vennootschap. De andere oprichters zullen dan op grond van artikel 456, 2° W.Venn. gehouden zijn tot de volstorting van de aandelen waarop met nietige inschrijvingsbiljetten werd ingeschreven.⁴⁴³

205. Wanneer de inschrijvingsbiljetten worden uitgegeven en de investeerders aldus kunnen intekenen op de aandelen, moet op grond van artikel 449 W.Venn. ook een bijzondere rekening worden geopend op naam van de op te richten vennootschap, waarop de investeerders op elk aangekocht aandeel minimaal een vierde moeten volstorten.⁴⁴⁴ Wanneer in de derde fase uiteindelijk wordt beslist dat de vennootschap niet wordt opgericht, dan voorziet artikel 449, lid 3 W.Venn. dat het geld wordt terugbetaald aan de investeerders. Het uitgeven van de inschrijvingsbiljetten leidt ook tot de mogelijke toepassing van de prospectuswet, aangezien hier sprake is van een openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten.⁴⁴⁵

c) Fase 3: De initiatiefnemende ondernemers en de geïnteresseerde investeerders bij de notaris

206. In de derde fase wordt op de in de inschrijvingsbiljetten vermelde dag een vergadering georganiseerd bij de notaris.⁴⁴⁶ Daarop zijn alle oprichters verplicht aanwezig, samen met de investeerders die op de inschrijvingsbiljetten hebben ingeschreven en die geïnteresseerd zijn in het bijwonen van deze vergadering.⁴⁴⁷ De aanwezigheid van de investeerders die hebben ingetekend is dus geenszins vereist. Tijdens deze vergadering bewijzen de oprichters eerst aan de notaris dat aan de vereisten van artikelen 439, 443 en 448, eerste en tweede lid, 1° W.Venn. is voldaan.⁴⁴⁸

⁴⁴² C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 248-253; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 489-490.

⁴⁴³ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 253-254; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 332; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 489-490.

⁴⁴⁴ Art. 448, 1° W.Venn.

⁴⁴⁵ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 247; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 489.

⁴⁴⁶ Art. 452, lid 1 W.Venn.

⁴⁴⁷ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 255; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 491-492.

⁴⁴⁸ Art. 452, lid 1 W.Venn.

207. Indien het vooropgestelde kapitaal niet is opgehaald door de inschrijvingen, kan de vennootschap niet worden opgericht, tenzij de oprichtingsakte uitdrukkelijk heeft voorzien in de oprichting bij onvoldoende inschrijvingen.⁴⁴⁹ Wat moet gebeuren indien te veel kapitaal is opgehaald, is onderwerp van discussie.⁴⁵⁰ Tenzij het is geregeld in de statuten, zijn er twee mogelijkheden. Enerzijds wordt vanuit theoretisch oogpunt geargumenteed dat eens op alle aangeboden aandelen is ingeschreven, geen inschrijvingen meer mogelijk zijn. Alle latere inschrijvingen zijn zonder voorwerp omdat er geen aandelen meer kunnen worden aangeboden.⁴⁵¹ Anderzijds wordt vanuit praktisch oogpunt gesteld dat bij overschrijding van de aangeboden aandelen alle inschrijvingen proportioneel moeten worden verminderd. Deze stelling is vooral ingegeven door het feit dat de precieze datum van de inschrijvingen moeilijk kan worden vastgesteld.⁴⁵² Echter, zoals eerder gesteld zijn de oprichters gebonden door de voorwaarden die in de inschrijvingsbiljetten zijn bepaald en kunnen zij deze niet meer wijzigen nadat de oprichtingsakte is bekendgemaakt en de inschrijvingsbiljetten zijn verspreid. Het probleem om de precieze datum te bepalen is geen reden om de voorwaarden van het aanbod aan te passen. Dit probleem kan immers worden opgelost door een vaste datum te verkrijgen. De theoretische opvatting verdient dan ook de voorkeur.

208. Daarna krijgt elke aanwezige inschrijver de kans om zijn bevindingen te uiten, waarna wordt overgegaan tot een stemming waarmee wordt bepaald of de vennootschap definitief wordt opgericht.⁴⁵³ Elke aanwezige inschrijver heeft één stem, ongeacht de grootte van zijn inschrijving. De oprichters nemen niet deel aan deze stemming.⁴⁵⁴ Er kan enkel worden gestemd voor of tegen de oprichting van de vennootschap en er kunnen geen wijzigingen worden aangebracht aan de voorwaarden van de inschrijvingen, noch aan de oprichtingsakte.⁴⁵⁵ Indien de meerderheid van de aanwezige inschrijvers niet tegen de oprichting van de vennootschap stemt, verklaren de oprichters dat de vennootschap is opgericht.⁴⁵⁶ Het authentieke proces-verbaal van deze vergadering, waarin de lijst van de inschrijvers en de staat van de gedane stortingen moeten worden opgenomen, brengt de

⁴⁴⁹ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 494-495.

⁴⁵⁰ L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 492-493.

⁴⁵¹ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 246.

⁴⁵² C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 244; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 492-493.

⁴⁵³ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333.

⁴⁵⁴ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 493.

⁴⁵⁵ C. RESTEAU, A. BENOIT-MOURY en A. GREGOIRE, *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 258.

⁴⁵⁶ Art. 452, lid 2 W.Venn.

vennootschap definitief tot stand⁴⁵⁷, waardoor de aan- en afwezige inschrijvers en de oprichters definitief worden verbonden.⁴⁵⁸

B. Nut van deze procedure in het kader van het *equity crowdfunding* proces

209. Deze procedure lijkt op maat van het *equity crowdfunding* proces te zijn geschreven. Wanneer abstractie wordt gemaakt van de rol van de *equity crowdfunding* platformen, is het *equity crowdfunding* proces hetzelfde als het proces dat in artikel 451 – 452 W.Venn. wordt beschreven. De ondernemers hebben een idee en willen daarvoor een vennootschap oprichten. Zij komen samen om dat idee op papier te zetten en uit te werken (fase 1). Zij hebben echter te weinig middelen en willen daarom een beroep doen op het grote publiek door aandelen te koop aan te bieden (fase 2). Wanneer blijkt dat het vooropgestelde bedrag is bereikt, verkrijgen zij het geld en kan de vennootschap worden opgericht (fase 3).

210. Het grote voordeel aan deze procedure is dat enkel diegenen die aanwezig zijn bij het opmaken van het ontwerp van de vennootschapsakte als oprichters worden beschouwd.⁴⁵⁹ Alle investeerders die inschrijven via de inschrijvingsbiljetten zijn dus loutere inschrijvers op wie geen oprichtersaansprakelijkheid rust. In tegenstelling tot wat het geval is in artikel 450 W.Venn., worden hier geen voorwaarden aan gekoppeld. Aangezien de inschrijvers daarenboven niet verplicht aanwezig moeten zijn op de vergadering in de derde fase, vormt dit ook geen belemmering voor *equity crowdfunding*. Bovendien voorziet de wet door de oprichting in drie fasen te organiseren, in een periode waarin de investeerders met elkaar kunnen overleggen⁴⁶⁰ en extra informatie kunnen inwinnen. Indien in de tussenperiode door de meeste investeerders wordt vastgesteld dat het toch te risicovol zou zijn, dan kan in de derde fase alsnog door de meerderheid worden beslist om de vennootschap niet op te richten.

211. Een nadeel van deze procedure is dat er tweemaal een beroep moet worden gedaan op een notaris, wat uiteraard kosten met zich meebrengt. Bovendien moeten de ondernemers/oprichters deze notariskosten ook betalen wanneer de meerderheid van de aanwezige investeerders op de vergadering tegen de oprichting van de vennootschap stemt en de vennootschap bijgevolg niet wordt opgericht.

⁴⁵⁷ Art. 452, lid 3 W.Venn.

⁴⁵⁸ J. VAN RYN, *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 333.

⁴⁵⁹ Art. 451, lid 2 W.Venn.

⁴⁶⁰ *Equity crowdfunding* platformen zouden per project een forum beschikbaar kunnen maken op het platform om de geïnteresseerde investeerders de mogelijkheid te geven om met elkaar te overleggen.

Daarnaast maakt deze procedure het mogelijk dat een hele kleine minderheid, die de meerderheid vormt van de weinige aanwezige investeerders, de oprichting van de vennootschap kan tegenhouden, aangezien de meeste investeerders wellicht niet aanwezig zullen zijn op de geplande vergadering. Een derde nadeel van deze procedure is dat daardoor de periode waarin kan worden ingeschreven op de aandelen wordt beperkt tot maximaal drie maanden. Deze nadelen zijn echter niet onoverkomelijk.⁴⁶¹ Er kan dan ook worden besloten dat deze procedure de meest interessante procedure is om een vennootschap op te richten wanneer gebruik wordt gemaakt van *equity crowdfunding*.

C. Implicaties voor het statuut en de gedragsregels opgelegd aan *equity crowdfunding* platformen

212. Wanneer een statuut van *equity crowdfunding* platform wordt uitgewerkt, met daaraan gekoppeld een aantal gedragsregels, dan is het, zoals eerder aangegeven,⁴⁶² aan te bevelen om dat statuut en de gedragsregels in het licht van de oprichtingsprocedure door middel van inschrijvingen te schrijven.

213. Wat de eerste fase van de oprichting betreft, kunnen de informatieverplichtingen die de ondernemers hebben op grond van het vennootschapsrecht⁴⁶³ worden gebruikt om de informatieverplichtingen die op basis van de gedragsregels⁴⁶⁴ aan de *equity crowdfunding* platformen worden opgelegd, gedeeltelijk in te vullen. Deze gedragsregels kunnen de platformen verplichten om de informatie die door de ondernemers moet worden verstrekt ook duidelijk op het platform te vermelden.⁴⁶⁵ Door de *due diligence* verplichting die op de platformen rust, zullen zij ook de correctheid en de volledigheid van deze vermeldingen moeten controleren. Doordat zowel de ondernemers, als de platformen aansprakelijk kunnen worden gesteld voor foutieve of ontbrekende vermeldingen, wordt de investeerder extra beschermd.

214. Met betrekking tot de tweede fase van de oprichting door inschrijvingen, kan aan de *equity crowdfunding* platformen worden opgelegd om de inschrijvingsbiljetten, met de wettelijk vereiste vermeldingen, via hun platform te verspreiden. De platformen zouden er bovendien voor moeten

⁴⁶¹ Zie nrs. 215, 217.

⁴⁶² Zie nr. 186.

⁴⁶³ Het bekendmaken van de vennootschapsakte en het opstellen van inschrijvingsbiljetten met de wettelijk vereiste vermeldingen (art. 451 juncto art. 453 W.Venn.).

⁴⁶⁴ Zie nr. 169.

⁴⁶⁵ Bijvoorbeeld door hen te verplichten om de in het Belgisch Staatsblad bekendgemaakte authentieke vennootschapsakte op het platform te plaatsen.

zorgen dat het inschrijven op de inschrijvingsbiljetten op een elektronische wijze mogelijk is, in overeenstemming met artikel XII.15 WER. Op die manier zou het gehele proces digitaal kunnen verlopen op het platform. In het Amerikaanse statuut wordt de platformen verboden om de gelden van de investeerders te verhandelen. In het voorstel voor een Belgisch statuut werd eerder al aangegeven⁴⁶⁶ dat in België gebruik kan worden gemaakt van artikel 449 W.Venn. dat vereist dat voor de inbrengen in geld een bijzondere rekening wordt geopend in naam van de op te richten vennootschap.

215. Vervolgens kunnen de *equity crowdfunding* platformen ook in de derde fase een belangrijke rol spelen. Om te vermijden dat door de grote afwezigheid van de investeerders een kleine minderheid kan beslissen om de vennootschap toch niet op te richten, zou het mogelijk kunnen zijn om de geplande vergadering bij de notaris via een videoconferentie te houden. Aangezien binnen Europa de tijdsverschillen miniem zijn, is de geografische spreiding immers de grootste belemmering voor de investeerders om de vergadering te kunnen bijwonen. Het *equity crowdfunding* platform zou daarvoor een procedure moeten ontwikkelen waarbij de investeerders via hun eID kunnen inloggen op een platform waar ze in verbinding worden gebracht met de oprichters. De oprichters, die zich bij de notaris bevinden, kunnen dan de investeerders toespreken en aan de notaris aantonen dat ze de wettelijke verplichtingen hebben volbracht. Nadien kan, door het organiseren van een eenvoudige poll, door de investeerders worden gestemd voor of tegen de oprichting van de vennootschap.

216. De discussie over wat moet gebeuren wanneer te veel kapitaal zou zijn opgehaald,⁴⁶⁷ kan door de *equity crowdfunding* platformen worden vermeden. Door de inschrijvingen via het platform te laten verlopen, waarbij telkens het aantal beschikbare en het aantal reeds verkochte aandelen wordt weergegeven, kunnen de investeerders goed volgen of het nog mogelijk is om in te schrijven. Eens de aangeboden aandelen allemaal zijn verkocht, kan de inschrijvingsprocedure door het platform automatisch worden gesloten. Indien in de oprichtingsakte zou worden bepaald dat de vennootschap toch kan worden opgericht wanneer het vooropgestelde bedrag niet werd opgehaald, dan is het aan te bevelen dat het *equity crowdfunding* platform dit duidelijk aangeeft, zodat de investeerders zich daarvan bewust zijn.

217. De beperkte inschrijvingsperiode van drie maanden betekent dat, eens de vennootschapsakte is bekendgemaakt in het Belgisch Staatsblad en de inschrijvingsbiljetten worden verspreid, de

⁴⁶⁶ Zie nr. 174.

⁴⁶⁷ Zie nr. 207.

oprichters/ondernemers op een efficiënte en doeltreffende manier zoveel mogelijk potentiële investeerders moeten proberen bereiken. Ook hier lijkt het *equity crowdfunding* platform het ideale medium om deze opdracht te vervullen. De termijn van drie maanden van artikel 451 W.Venn. komt overeen met de termijn van drie maanden die wordt bepaald in artikel 449, lid 3 W.Venn. waardoor de investeerders hun reeds gestorte bedragen kunnen terugvragen indien de vergadering niet binnen die termijn wordt georganiseerd.

1.3. Conclusie

218. Met het huidige vennootschapsrechtelijke kader kan, wanneer de financiering door *equity crowdfunding* gebeurt, het best worden geopteerd voor een oprichting van een NV door middel van inschrijvingen. Wanneer de *equity crowdfunding* platformen de nodige digitale voorzieningen creëren, dan kan het volledige proces digitaal gebeuren.

§2 VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE REGELINGEN GERICHT OP DE ONDERNEMERS OF OP DE INVESTEERDERS

219. In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt kort stilgestaan bij een aantal vennootschapsrechtelijke aspecten waarmee best rekening wordt gehouden wanneer wordt beslist om een vennootschap via *equity crowdfunding* te financieren. Wat zijn de mogelijkheden om de aandeelhoudersrechten te regelen om als initiatiefnemende ondernemer de controle over de vennootschap te behouden (1)? Zijn er oplossingen voor de beperkte liquiditeit van de aandelen die via *equity crowdfunding* worden gekocht (2), en voor het risico op verwatering bij een nieuwe financieringsronde of uitsluiting bij een lucratieve overname wanneer de vennootschap succesvol blijkt te zijn (3)?

2.1. Regeling van aandeelhoudersrechten met behoud van controle bij *equity crowdfunding*

220. Voor de ondernemers die hun idee via *equity crowdfunding* willen financieren is het niet onbelangrijk om stil te staan bij de gevolgen van deze financieringswijze. Door het investeren in de vennootschap worden alle investeerders bij *equity crowdfunding* immers aandeelhouders en dus deelgenoten van de ondernemers in de vennootschap. Bij het oprichten van de NV kunnen de ondernemers zichzelf aanduiden als bestuurders en samen de raad van bestuur vormen, wanneer zij

met ten minste drie leden zijn,⁴⁶⁸ of kunnen zij anderen aanduiden als bestuurders. Bestuurders zijn echter *ad nutum* afzetbaar door de algemene vergadering.⁴⁶⁹ Dit houdt in dat zij zonder enige motivering en zonder enige vergoeding kunnen worden ontslagen.⁴⁷⁰ Zolang de oprichters/ondernemers of de door hen aangeduide personen bestuurders van de vennootschap blijven, kunnen zij beslissen wat er met hun idee gebeurt, hoe het wordt uitgewerkt en gecommmercialiseerd. Wanneer zij door de algemene vergadering worden ontslaan, verliezen zij echter de controle over hun idee. Daarenboven heeft de algemene vergadering ook een aantal eigen bevoegdheden die de verdere ontwikkeling van het idee kunnen beïnvloeden, en waarop het bestuur geen vat heeft.

A. Vennootschapsrechtelijke maatregelen om de controle te behouden

221. Beide redenen (het risico om afgezet te worden als bestuurders en de eigen beslissingsbevoegdheden van de algemene vergadering) nopen de ondernemers ertoe om de nodige maatregelen te nemen om hun zeggenschap in de algemene vergadering te vrijwaren wanneer zij hun idee volledig in eigen handen willen houden. Meteen moet enerzijds worden opgemerkt dat de kans bestaat⁴⁷¹ dat de *equity crowdfunding* investeerders, als kleine aandeelhouders, vrij passief blijven en niet naar de algemene vergaderingen komen, waardoor de ondernemers toch alles zelf kunnen beslissen met een beperkt aantal aandelen. Anderzijds moeten de ondernemers ook in gedachten houden dat, indien de vennootschap succesvol blijkt, *hedge funds* of andere grote investeerders opeens een groot deel van de verspreide aandelen zouden kunnen opkopen om op die manier de vennootschap over te nemen. In het vervolg van dit onderdeel wordt dan ook uitgegaan van het ‘*worst case*’ scenario, waarbij alle investeerders aanwezig zijn op de algemene vergadering.

a) Verwerven van de meerderheid van de aandelen

222. Een eerste manier om de controle over de vennootschap te behouden is, logischerwijze, om de meerderheid van de aandelen te verwerven. Deze optie is echter, zoals al meermaals gezegd,

⁴⁶⁸ Art. 518, §1 W.Venn.

⁴⁶⁹ Art. 518, §3 W.Venn.

⁴⁷⁰ De *ad nutum* afzetbaarheid uit artikel 318, §3 W.Venn. is bovendien van openbare orde: Cass. 22 januari 1981, *RCJB* 1981, 495, noot S.J. NUDELHOLE; Cass. 13 april 1989, *TRV* 1989, 321, noot M. WYCKAERT en F. BOUCKAERT, *Pas.* 1989, I, 825, *RW* 1989-90, 253, *Rev.not.b.* 1989, 410, *TBH* 1989, 878, *JT* 1990, 710, noot D. MICHIELS, *RCJB* 1991, 205, noot J.-M. NELISSEN GRADE.

⁴⁷¹ De kans op passieve investeerders is zelfs vrij groot. In het geval van grensoverschrijdende *equity crowdfunding*, is die kans wellicht nog groter.

minder realistisch wanneer een beroep wordt gedaan op *equity crowdfunding*. Toch is het niet uitgesloten dat een aantal ondernemers samen meer dan de helft van het nodige kapitaal bij elkaar kunnen krijgen en voor het overige deel kiezen voor *equity crowdfunding*. In dat geval beschikken zij over de controle in de algemene vergadering.

b) Uitgifte van aandelen zonder stemrecht

223. Een tweede manier om de controle over de algemene vergadering te behouden, is de mogelijkheid om kapitaal aandelen zonder stemrecht uit te geven.⁴⁷² Artikel 480 W.Venn. onderwerpt de uitgifte van aandelen zonder stemrecht echter aan een aantal voorwaarden die het niet evident maken om van deze techniek gebruik te maken bij *equity crowdfunding*.

Vooreerst mogen slechts ten belope van een derde van het kapitaal aandelen zonder stemrecht worden uitgegeven.⁴⁷³ Dit betekent dat de oprichters/ondernemers al twee derden van het kapitaal zelf moeten kunnen voorleggen. In dat geval is de kans klein dat ze nog een beroep zullen doen op *equity crowdfunding*. Indien ze het toch zouden doen, dan zijn er nog twee bijkomende voorwaarden.

Ten tweede moet aan de aandelen zonder stemrecht een voorkeursbehandeling worden toegekend bij het uitbetalen van de dividenden en moeten deze aandelen minstens gelijk worden behandeld bij de uitkering van een winstoverschot.⁴⁷⁴ Dit is ‘de prijs’ die de ondernemers moeten betalen aan de aandeelhouders zonder stemrecht om de controle over hun idee te behouden. De investeerders krijgen in ruil voor het gebrek aan zeggenschap een preferent dividendrecht. Deze voorwaarde maakt het dus onmogelijk om aandelen zonder stemrecht uit te geven aan investeerders die via volmachten verschijnen bij de oprichtingsakte en als loutere inschrijvers willen worden beschouwd. Artikel 450, lid 2 W.Venn. verbiedt namelijk dat aan loutere inschrijvers rechtstreeks of zijdelings voordelen worden toegekend. De enige mogelijkheid om aandelen zonder stemrecht uit te geven is dus de vennootschap op te richten door middel van inschrijvingen.

De derde en laatste voorwaarde in artikel 480 W.Venn. is dat de aandelen zonder stemrecht een voorrecht moeten verkrijgen op de terugbetaling van de kapitaal inbreng en minstens gelijk moeten

⁴⁷² Art. 476 W.Venn.

⁴⁷³ Art. 480, 1° W.Venn.

⁴⁷⁴ Art. 480, 2° W.Venn.

worden behandeld bij de uitbetaling van de liquidatiebonus.⁴⁷⁵ Ook dit is een soort van vergoeding die wordt betaald in ruil voor het behoud van de controle.

224. Wanneer deze voorwaarden niet zijn vervuld, verkrijgen de aandelen zonder stemrecht toch stemrecht. Daarenboven mogen de aandeelhouders zonder stemrecht altijd meestemmen in een aantal gevallen waarin een belangrijke beslissing wordt genomen.⁴⁷⁶ Zo mogen zij meestemmen over de wijziging van de rechten verbonden aan hun aandelen, over beperkingen van het voorkeurrecht, vermindering van het kapitaal, wijziging van het doel van de vennootschap, en over de ontbinding, de fusie of de splitsing ervan. Dit is logisch, aangezien deze beslissingen een fundamentele wijziging van de vennootschap zelf of van de aandelen in de vennootschap met zich kunnen meebrengen.

225. Het feit dat al twee derde van het kapitaal moet worden voorgelegd, verkleint de kans dat in het kader van *equity crowdfunding* een beroep zal worden gedaan op de uitgifte van aandelen zonder stemrecht. De andere voorwaarden en het feit dat de aandeelhouders zonder stemrecht in een aantal gevallen toch kunnen stemmen, zouden dan weer geen probleem mogen vormen voor de ondernemer die zijn idee wil verwezenlijken.

c) Uitgifte van winstbewijzen

226. Een alternatief voor de aandelen zonder stemrecht bestaat, enkel bij de NV, onder de vorm van de uitgifte van winstbewijzen.⁴⁷⁷ In tegenstelling tot aandelen zonder stemrecht, vertegenwoordigen winstbewijzen echter niet het kapitaal.⁴⁷⁸ Daarenboven worden de rechten die eraan zijn verbonden, niet in de wet, maar in de statuten bepaald.⁴⁷⁹ Daardoor kunnen de oprichters kiezen om ze, tenzij in een aantal door de wet gespecificeerde gevallen, geen stemrecht te geven.⁴⁸⁰ Wegens het verbod van het leeuwenbeding van artikel 32 W.Venn. kunnen de investeerders niet volledig worden uitgesloten van winstdeelneming. Dit zou ook helemaal niet nuttig zijn, aangezien

⁴⁷⁵ Art. 480, 3° W.Venn.

⁴⁷⁶ Art. 481, 2° en 3° W.Venn.

⁴⁷⁷ Art. 460 W.Venn.

⁴⁷⁸ Art. 483 W.Venn.; Hoewel winstbewijzen niet participeren in het kapitaal van de vennootschap, worden de winstbewijshouders door de meerderheid van de rechtsleer toch beschouwd als vennoten, nl. als vennoten *sui generis*, M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 606-607, nr. 886-888. Dit is de reden waarom zij onder de categorie *equity crowdfunding* vallen.

⁴⁷⁹ Art. 483 W.Venn.

⁴⁸⁰ Ook de winstbewijzen hebben in bepaalde gevallen een wettelijk verplicht stemrecht (nl. Voor doelwijzigingen en beslissingen die hun rechten kunnen wijzigen) M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 149, nr. 185.

niemand dan nog zou geïnteresseerd zijn om te investeren. Het beloven van een deel van de winst is, na de uitsluiting van het stemrecht, het enige middel om investeerders aan te trekken.

227. Wanneer winstbewijzen worden uitgegeven tegen de inbreng van geld in het kader van een publiek beroep op het spaarwezen, dan vereist artikel 484 W.Venn. dat de inbreng bij de inschrijving volledig (en niet slechts ten belope van een vierde) wordt volgestort. Ook hier geldt de regeling dat de investeerders hun geld kunnen terugvragen indien de vennootschap niet wordt opgericht binnen de drie maanden na de opening van de bijzondere rekening in naam van de op te richten vennootschap.⁴⁸¹

228. Het nadeel van winstbewijzen is dat deze buiten het kapitaal moeten worden geboekt. Dit brengt met zich mee dat de inbrengen van de investeerders niet kunnen worden gebruikt om het door de wet vereiste minimumkapitaal te vormen. De oprichters/ondernemers moeten dus zelf voldoende kapitaal hebben om aan het minimumkapitaal te voldoen en dit kan in sommige gevallen problematisch zijn.

d) Commanditaire vennootschap op aandelen (Comm. VA)

229. Een vierde manier om met behoud van controle geld te verzamelen bij het grote publiek kan worden gevonden in de oprichting van een commanditaire vennootschap op aandelen. Een Comm. VA kan op dezelfde manier worden opgericht als een NV en wordt grotendeels beheerst door de zelfde regels.⁴⁸² Het verschil met een NV is dat er bij een Comm. VA twee soorten vennoten zijn. Enerzijds zijn er de beherende vennoten, die hoofdelijk en onbeperkt aansprakelijk zijn. Anderzijds zijn er de stille vennoten, die genieten van de beperkte aansprakelijkheid.⁴⁸³ De zaakvoerders van de Comm. VA moeten in de oprichtingsakte worden aangeduid en dragen de oprichtersaansprakelijkheid.⁴⁸⁴ In het geval van *equity crowdfunding* zouden de oprichtende ondernemers de beherende en onbeperkt aansprakelijke vennoten zijn, die bovendien worden aangeduid als zaakvoerders van de vennootschap. De investeerders zouden dan de stille vennoten zijn.

Artikel 659 W.Venn. vereist de instemming van de zaakvoerders voor handelingen die de belangen

⁴⁸¹ Art. 484 juncto 449, lid 3 W.Venn.

⁴⁸² Art. 657 W.Venn.

⁴⁸³ Art. 654 W.Venn.

⁴⁸⁴ Art. 658 W.Venn.

van de vennootschap betreffen ten opzichte van derden of die de statuten wijzigen. Daardoor hebben de oprichtende, beherende vennoten, die als zaakvoerders zijn aangeduid, de volledige controle van de vennootschap in handen.

230. De Comm. VA heeft echter twee nadelen. Ten eerste zijn de beherende vennoten onbeperkt aansprakelijk voor de verbintenissen van de vennootschap.⁴⁸⁵ Ten tweede verdwijnt de vennootschap in principe uit het rechtsverkeer wanneer de zaakvoerders overlijden.⁴⁸⁶ Deze twee nadelen kunnen echter worden geneutraliseerd. Ten eerste kan een beherende vennoot een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid oprichten⁴⁸⁷ om via deze vennootschap toch van de beperkte aansprakelijkheid te genieten. Ten tweede kan in de statuten worden bepaald dat de vennootschap niet eindigt bij het overlijden van de zaakvoerders maar op een andere manier wordt verdergezet.

B. Evaluatie van de mogelijkheden

231. De meest eenvoudige oplossing om de controle te behouden, is het kiezen voor de vorm van een Comm. VA. Bij alle voorgestelde oplossingen, en dus ook bij de Comm. VA, kan echter de vraag worden gesteld of het beknotten van de zeggenschap van de andere aandeelhouders voor hen geen reden zou zijn om niet te investeren. Actieve aandeelhouders die mee de toekomst van het idee willen bepalen, zullen wellicht niet investeren wanneer zij geen invloed kunnen uitoefenen op de verdere ontwikkeling van de vennootschap.

Aan de andere kant is het maar zeer de vraag hoeveel *equity crowdfunding* investeerders, die doorgaans slechts een klein bedrag investeren, daadwerkelijk actief willen deelnemen aan de ontwikkeling van het idee en van de vennootschap.

Het betreft aldus een afweging die de ondernemers moeten maken wanneer zij beslissen om aan *equity crowdfunding* te doen. Afhankelijk van de manier waarop zij de andere investeerders inspraak willen geven, en afhankelijk van hun eigen middelen, kunnen zij dus kiezen voor gewone aandelen, of voor een van de hierboven voorgestelde mogelijkheden.

⁴⁸⁵ Art. 654-655 W.Venn.

⁴⁸⁶ Art. 660 W.Venn.

⁴⁸⁷ Een starters BVBA lijkt hier een goede oplossing.

2.2. Beperkte liquiditeit van de aandelen bij *equity crowdfunding*

232. Hoewel aandelen in een NV in principe vrij overdraagbaar zijn,⁴⁸⁸ wordt in bepaalde literatuur aangegeven dat de aandelen die worden verworven bij *equity crowdfunding* toch niet liquide zijn. In tegenstelling tot de aandelen die op de beurs worden verhandeld, bestaat er geen markt waarop ze vlot kunnen worden verkocht.⁴⁸⁹ Dit is een terechte opmerking. Dit probleem is echter niet eigen aan *equity crowdfunding*, nu elke aandeelhouder van een niet-beursgenoteerde NV ermee wordt geconfronteerd.

233. Door de beperkte liquiditeit van de aandelen is het enige rendement dat de aandeelhouders op kortere termijn uit hun investering kunnen halen beperkt tot een eventueel uitgekeerd dividend. Concreet betekent dit dat er enkel een rendement zal zijn als er uitkeerbare winst wordt gemaakt, en als wordt beslist om de winst uit te keren. Daarenboven zal het mogelijke dividend doorgaans ook geen groot bedrag zijn, gezien de beperkte bedragen die per investeerder via *equity crowdfunding* worden geïnvesteerd.

Equity crowdfunding zal dus in de meeste gevallen een investering zijn op langere termijn waarbij het doel is om ofwel aandeelhouder van de vennootschap te blijven en het idee mee te helpen realiseren, ofwel, in geval van een succesvolle ontwikkeling, te mikken op een overname door een grote investeerder of een beursgang, waardoor de aandelen ineens wel liquide worden. Echter, wanneer wordt gemikt op een overname, is het van belang dat de investeerder zich realiseren dat het niet zinvol is om een participatie zonder zeggenschap te verwerven. Voor een grote investeerder die de vennootschap wil overnemen, zijn deze participaties immers zinloos, aangezien daarmee geen beslissende keuzes kunnen worden genomen over het beleid en de verdere ontwikkeling van de vennootschap. Zij zullen die participaties dan ook niet overkopen. Bovendien kan een ‘overname’ ook gebeuren wanneer een tweede financieringsronde wordt georganiseerd, waarbij via een kapitaalverhoging nieuwe aandelen, uiteraard met stemrecht, aan de grote investeerders worden verkocht.⁴⁹⁰

⁴⁸⁸ Art. 506-512 W.Venn.

⁴⁸⁹ C. S. BRADFORD, “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, (1) 108; Europese Commissie, Consultation document, “Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action”, 3 oktober 2013, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf, 8.

⁴⁹⁰ Voor de gevolgen van een tweede financieringsronde voor de rechten van de bestaande aandeelhouders, zie hoofdstuk IV, 2.3.

234. Er moet dan ook worden vastgesteld dat, wanneer een investeerder investeert om een financiële return te verkrijgen,⁴⁹¹ *equity crowdfunding* een heel onzekere en risicovolle investering is. De beperkte liquiditeit van de aandelen is een van de grote pijnpunten van *equity crowdfunding*, aangezien deze variant van *crowdfunding* net bestaat om een financiële return mogelijk te maken.

2.3. Economische verwatering bij een volgende financieringsronde en uitsluiting bij een overname na succesvolle *equity crowdfunding*

235. In het laatste deel van het vennootschapsrechtelijke luik van deze masterproef wordt ingegaan op de gevolgen die een volgende financieringsronde of een overname voor de *equity crowdfunding* investeerders kunnen hebben. Hoewel *equity crowdfunding* op het eerste gezicht vooral risico's op fraude en falende projecten met zich meebrengt, zijn sommige auteurs ook bevreesd dat de investeerders weinig of geen voordeel zullen halen uit *equity crowdfunding*, zelfs wanneer het project wel heel succesvol is.⁴⁹²

Wanneer een *equity crowdfunding* vennootschap succesvol blijkt en wil doorgroeien, dan kan nieuw kapitaal worden aangetrokken, of dan kan een overname plaatsvinden. Op dat moment bestaat de kans dat *business angels* of *private equity* spelers nu wel willen investeren, aangezien nu bewezen is dat er mogelijkheden in het project liggen. Dit kan echter grote gevolgen hebben voor de reeds bestaande aandeelhouders.⁴⁹³ De twee grootste gevaren voor de *equity crowdfunding* investeerders zijn (A) dat hun aandelen door het aantrekken van nieuw kapitaal volledig economisch verwateren en dat zij zo hun opgebouwde rendement verloren zien gaan en (B) dat zij bij de overname niet de mogelijkheid krijgen om hun aandelen mee te verkopen tegen een mooie prijs.⁴⁹⁴

⁴⁹¹ Wanneer het doel van de investering niet is om een financiële return te verwerven, maar om het project mogelijk te maken of om de ondernemers te steunen, dan zal allicht voor een andere vorm van *crowdfunding* worden gekozen. Zie hoofdstuk I.

⁴⁹² Europese Commissie, Consultation document, "Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action", 3 oktober 2013, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf, 8; J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 585-587 en 613-614; M. B. DORFF, "The Siren Call of Equity Crowdfunding", <http://ssrn.com/abstract=2325634>, 5-6.

⁴⁹³ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 615-616.

⁴⁹⁴ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 616.

A. Economische verwatering door het aantrekken van nieuw kapitaal

236. Wanneer een *equity crowdfunding* project succesvol blijkt, dan zal mogelijks op zoek worden gegaan naar nieuw kapitaal om het project uit te breiden of verder te zetten. Daarbij bestaat de mogelijkheid om via een kapitaalverhoging nieuwe aandelen uit te geven⁴⁹⁵ en op die manier nieuwe inbrengen in de vennootschap te ontvangen.

237. Zolang de vennootschap de nieuwe aandelen uitgeeft tegen een prijs die overeenkomt met de intrinsiek waarde⁴⁹⁶ van de bestaande aandelen, door naast de inbreng ook een uitgiftepremie⁴⁹⁷ te vragen, is er geen sprake van economische verwatering van de aandelen van de bestaande aandeelhouders.⁴⁹⁸ Na de uitgifte van de nieuwe aandelen zullen de bestaande aandeelhouders weliswaar een lager percentage bezitten van de aandelen, maar de totale waarde van de vennootschap zal in dezelfde verhouding gestegen zijn, waardoor de aandelen nog steeds dezelfde intrinsieke waarde zullen hebben. Wanneer echter onderhandelingen worden gevoerd met grote investeerders die een belangrijke investering willen doen, dan bestaat het risico dat, om de investeerders te overtuigen, enkel wordt gevraagd om de nominale waarde van de nieuwe aandelen te betalen zonder een uitgiftepremie. Op dat moment is de daling van het percentage van de aandelen van de bestaande aandeelhouders groter dan de toename van de waarde van de vennootschap, zodat de intrinsieke waarde van de aandelen daalt.⁴⁹⁹ Bij een grote investering kan die daling ervoor zorgen dat de intrinsieke waarde van de aandelen *quasi* volledig verloren gaat.⁵⁰⁰

238. Het Belgische vennootschapsrecht biedt hiervoor een gedeeltelijke⁵⁰¹ oplossing. Bestaande aandeelhouders hebben immers, in principe, een voorkeurrecht⁵⁰² wanneer een kapitaalverhoging

⁴⁹⁵ Art. 581-608 W.Venn.

⁴⁹⁶ M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 381-382, nr. 549.

⁴⁹⁷ H. CULOT, "La prime d'émission", *Rev.prat.soc.* 2006, afl. 4, (455) 468-471; M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 134, nr. 159; X. "De uitgiftepremie: het kapitaal van de vennootschap", *De Venn.* 2005, afl. 6, 6-7.

⁴⁹⁸ J. VERGAUWEN, "Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de 'Verwatering' en de Wettelijke Bescherming", *Jura Falc.* 2011-2012, afl. 2, (391) 408.

⁴⁹⁹ Bovendien is de intrinsieke waarde van de nieuwe investeerders meteen hoger dan de nominale waarde die ze hebben betaald om de aandelen te verwerven. De opbrengsten die door de jaren heen door de vennootschap werden opgebouwd, worden nu verdeeld onder de reeds lang bestaande aandeelhouders en de nieuw aangetrokken aandeelhouders; M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 417, nr. 604.

⁵⁰⁰ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 617.

⁵⁰¹ J. VERGAUWEN, "Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de 'Verwatering' en de Wettelijke Bescherming", *Jura Falc.* 2011-2012, afl. 2, (391) 409.

⁵⁰² Art. 592-599 W.Venn.

wordt doorgevoerd.⁵⁰³ De nieuw uit te geven aandelen moeten eerst, naar evenredigheid met de kapitaalvertegenwoordigende waarde van hun aandelen, aan de bestaande aandeelhouders worden aangeboden.⁵⁰⁴ Op die manier kunnen de bestaande aandeelhouders hun bestaande percentage van het kapitaal in stand houden door in dezelfde verhouding in te tekenen op de kapitaalverhoging.

239. Hierbij zijn er twee kanttekeningen te maken. Ten eerste bestaat er geen voorkeurrecht voor winstbewijzen, die bij *equity crowdfunding* wel eens zouden kunnen worden gebruikt om de controle te behouden. In de statuten kunnen wel beschermingsmechanismen worden uitgewerkt die bijvoorbeeld bij een kapitaalverhoging een proportioneel gelijke behandeling van de winstbewijzen doorvoeren.⁵⁰⁵ Vooraleer in te tekenen op een *equity crowdfunding* project dat winstbewijzen uitdeelt, is het dus belangrijk om na te gaan of de statuten dergelijke mechanismen voorzien. Ten tweede is het maar zeer de vraag of een bestaande aandeelhouder (die via *equity crowdfunding* een beperkt bedrag heeft geïnvesteerd) in staat zal zijn het voorkeurrecht effectief uit te oefenen bij een enorme kapitaalverhoging.⁵⁰⁶ Wanneer een aantal miljoenen worden geïnvesteerd, dan moeten de bestaande aandeelhouders immers ook grote bedragen betalen om hun percentage in stand te houden.

B. Uitsluiting bij een overname

240. Daarnaast kunnen investeerders bij *equity crowdfunding* voor het verkrijgen van een financiële return hopen op een overname, waarbij ze hun aandelen en winstbewijzen kunnen overdragen tegen een mooie vergoeding. Indien zij echter winstbewijzen of aandelen zonder stemrecht hebben gekocht, zullen de overnemers hun aandelen of winstbewijzen niet overkopen om de vennootschap over te nemen.⁵⁰⁷ Zo blijven de *equity crowdfunding* investeerders mogelijks vastzitten in de vennootschap en worden zij uitgesloten van een voordelige overname.⁵⁰⁸ Zelfs al zouden alle *equity crowdfunding* investeerders toch aandelen met stemrecht verkrijgen, dan nog is de kans reëel dat de overname niet alle aandelen betreft. De aandeelhouders die niet bij het overgenomen

⁵⁰³ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 621-622; M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 416, 603.

⁵⁰⁴ Art. 592 W.Venn.

⁵⁰⁵ Art. 483 W. Venn.; D. ROELENs en S. STEEVENS, "Winstbewijzen praktisch bekeken", *TRV* 2010, afl. 4, (283) 302; M. WYCKAERT, *Kapitaal in de N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout, Biblio, 1995, 587, nrs. 850-851.

⁵⁰⁶ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 622.

⁵⁰⁷ Zie nr. 233.

⁵⁰⁸ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 619.

deel zitten, worden ook in dat geval uitgesloten van het voordeel van de overname. Door de beperkte liquiditeit,⁵⁰⁹ zullen deze overgebleven investeerders moeten wachten op een beursgang om hun aandelen te kunnen verkopen.⁵¹⁰ Dat is wellicht vaak wachten op Godot.

241. Een eerste mogelijkheid om ervoor te zorgen dat de investeerders bij een overname hun aandelen met stemrecht ook kunnen verkopen, bestaat erin dat de wetgever het verplichte openbare overnamebod ook van toepassing maakt op effecten met stemrecht in publieke vennootschappen die niet (gedeeltelijk) op een gereguleerde markt zijn genoteerd. Vooral nog is de regeling van het verplichte openbare overnamebod enkel van toepassing op stemrechtverlenende effecten van (gedeeltelijk) beursgenoteerde vennootschappen.⁵¹¹ Aandeelhouders in publieke, maar niet genoteerde vennootschappen, verdienen dezelfde bescherming tegen uitsluiting bij overnames. Dergelijke uitbreiding van het toepassingsgebied is echter geen oplossing voor de winstbewijzen en aandelen zonder stemrecht, aangezien deze voor een overnemer, zoals eerder gezegd, niet interessant zijn en het dan ook overdreven zou zijn om een wettelijke plicht op te leggen aan de overnemer om ook deze effecten over te nemen.

242. Ten tweede kan, ook zonder een wetswijziging, contractueel een oplossing worden voorzien. Om ervoor te zorgen dat de investeerders hun aandelen en winstbewijzen, al dan niet met stemrecht, kunnen overdragen wanneer een overname plaatsvindt, zou in de statuten⁵¹² een volgrecht kunnen worden bepaald. Een volgrecht geeft de aandeelhouders het recht om hun aandelen te verkopen wanneer (bepaalde) andere aandeelhouders hun aandelen verkopen.⁵¹³ Dit kan worden gemoduleerd naar de behoeften van de *equity crowdfunding* investeerders.⁵¹⁴ Zo kan worden voorzien dat bepaalde aandeelhouders die een aankoopbod krijgen verplicht zijn om dat bod uit te breiden tot de andere

⁵⁰⁹ Zie Hoofdstuk IV, §2, 2.2.

⁵¹⁰ J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 621.

⁵¹¹ Art. 5 wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007 en art. 49 Koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 23 mei 2007.

⁵¹² Op die manier genieten alle *equity crowdfunding* investeerders van het volgrecht, D. VAN GERVEN, "Overdrachtsbeperkingen van aandelen", in A. VERBEKE, H. DERYCKE, P. LALEMAN en D. VAN GERVEN (eds.), *Vermogensplanning met Effect bij Leven: Rechtspersoon*, Gent, Larcier, 2009, (9) 11.

⁵¹³ B. TILLEMEN, "Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen", in F. BUYSENS, K. GEENS, H. LAGA, B. TILLEMEN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat: liber amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2012, (255) 287; J. PATTYN, Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv, Gent, Larcier, 2012, 79; J. S. WROLDSEN, "The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd", *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, (583) 620.

⁵¹⁴ J. PATTYN, Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv, Gent, Larcier, 2012, 20 en 82-84.

aandeelhouders die wensen over te gaan tot een verkoop.⁵¹⁵ Indien de overnemer niet alle aandelen wil overnemen, dan kan de aandeelhouder die het aankoopbod kreeg en zijn aandelen wil verkopen, worden verplicht om de aandelen van de andere aandeelhouders die niet door de overnemer werden overgenomen, zelf over te nemen. Een andere mogelijkheid bestaat erin om een proportionele reductie te voorzien, waarbij alle aandeelhouders die wensen over te gaan tot een verkoop een evenredig deel van hun aandelen aan de overnemer kunnen verkopen.⁵¹⁶ Tot slot zou het ook een oplossing kunnen zijn om een bepaald percentage te bepalen vooraleer het volgrecht van toepassing wordt. Zo kan worden bepaald dat de aandeelhouders slechts het recht hebben om hun aandelen te verkopen indien minimaal 5% van alle aandelen worden verkocht.

243. Aangezien een volgrecht in principe geen onvervreemdbaarheidsclausule is, maar slechts een overdrachtsbeperking,⁵¹⁷ is artikel 510, lid 2 W.Venn. niet van toepassing.⁵¹⁸ Echter, afhankelijk van hoe het volgrecht wordt geformuleerd, kan een volgrecht toch een onvervreemdbaarheidsclausule worden, wanneer dergelijke clausule ervoor zorgt dat de aandelen van een bepaalde aandeelhouder *de facto* onvervreemdbaar worden.⁵¹⁹ Bij de hierboven geformuleerde volgrechten,⁵²⁰ is er in elk geval geen sprake van een *de facto* onvervreemdbaarheid.

Bovendien, kan bij *equity crowdfunding* zoals eerder gesteld⁵²¹ gebruik worden gemaakt van winstbewijzen, waarvoor artikel 510 W.Venn. niet geldt. Winstbewijzen komen namelijk niet voor in de opsomming van artikel 510 W.Venn.⁵²² Een volgrecht kan dus zonder enig probleem in de statuten

⁵¹⁵ J. PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv*, Gent, Larcier, 2012, 79.

⁵¹⁶ B. TILLEMEN, "Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen", in F. BUYSSENS, K. GEENS, H. LAGA, B. TILLEMEN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat: liber amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2012, (255) 287-289.

⁵¹⁷ D. VAN GERVEN, "Overdrachtsbeperkingen van aandelen", in A. VERBEKE, H. DERYCKE, LALEMAN, P., en D. VAN GERVEN (eds.), *Vermogensplanning met Effect bij Leven: Rechtspersoon*, Gent, Larcier, 2009, (9) 9.

⁵¹⁸ B. TILLEMEN, "Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen", in F. BUYSSENS, K. GEENS, H. LAGA, B. TILLEMEN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat: liber amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2012, (255) 289; J. PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv*, Gent, Larcier, 2012, 81.

⁵¹⁹ J. PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv*, Gent, Larcier, 2012, 81-82.

⁵²⁰ Zie nr. 242.

⁵²¹ Zie nrs. 226-228.

⁵²² B. TILLEMEN, "Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen", in F. BUYSSENS, K. GEENS, H. LAGA, B. TILLEMEN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat: liber amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2012, (255) 275-276; B. VAN BRUYSTEGEM, "Commentaar bij art. 510 W.Venn. (oud art. 41§2 Venn.W.)", in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar*

worden voorzien ter bescherming van de overdrachtsmogelijkheden van de *equity crowdfunding* investeerders die winstbewijzen hebben gekocht.

§3 CONCLUSIE HOOFDSTUK IV

244. Uit dit hoofdstuk blijkt dat ook het vennootschapsrecht van belang is bij *equity crowdfunding*. Indien de ondernemers beslissen om voor hun project een vennootschap op te richten via *equity crowdfunding*, dan biedt het vennootschapsrecht hen, met de oprichting door middel van inschrijvingen, een oprichtingswijze die daarvoor zeer goed geschikt is. Het is aan te bevelen om rekening te houden met deze oprichtingswijze bij het creëren van het statuut en bij het vastleggen van de gedragsregels voor *equity crowdfunding* platformen. Door het opnemen van de gepaste gedragsregels, kan ervoor worden gezorgd dat de oprichting van een vennootschap en het gebruik van *equity crowdfunding* vlot in één beweging, en volledig elektronisch, kunnen verlopen. Wanneer een vennootschap via *equity crowdfunding* wordt opgericht, dan moeten evenwel een aantal zaken goed worden overwogen. Ten eerste is het voor de ondernemers van belang om een afweging te maken tussen enerzijds het behoud van de controle over de vennootschap (en hun idee), en anderzijds de inspraak die zij aan de investeerders willen geven. Het vennootschapsrecht biedt een aantal mogelijkheden om deze controle of inspraak te organiseren. Ten tweede is het voor de investeerders van belang om te beseffen dat de aandelen die zij via *equity crowdfunding* kopen, bij gebrek aan een beurssysteem moeilijk verhandelbaar zijn. Indien de aandelen worden gekocht met het oog op een financiële return, dan is *equity crowdfunding* een zeer risicovolle investering. Daarbij is het voor de investeerders belangrijk om bij de investeringsbeslissing goed na te gaan of er voldoende beschermingsmechanismen aanwezig zijn om hun financiële return te vrijwaren indien de vennootschap succesvol is.

met overzicht van rechtspraak en rechtsleer, 2003, (1) 2-3; J. PATTYN, Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv, Gent, Larcier, 2012, 24-25.

HOOFDSTUK V: EEN EUROPEES KADER

245. In het vijfde hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de vijfde en laatste subvraag: **Is er nood aan een Europees kader voor *equity crowdfunding*?**

Tot hiertoe werd *equity crowdfunding*, en het juridische kader ervan, in deze masterproef enkel bestudeerd op het (Belgische) nationale niveau. De toepasselijke Belgische reglementering werd bekeken en er werden voorstellen geformuleerd om een *boost* te geven aan de Belgische *equity crowdfunding* markt. De vraag rijst echter of de Belgische *equity crowdfunding* markt niet te beperkt is en of het niet beter zou zijn om een Europese *equity crowdfunding* markt te creëren,⁵²³ waar *equity crowdfunding* platformen een Europees statuut moeten verkrijgen waarmee ze dan projecten uit verschillende Europese landen kunnen aanbieden over heel Europa. In dit laatste hoofdstuk wordt eerst ingegaan op de geografische aspecten van *equity crowdfunding* (1), om vervolgens kort de Europese initiatieven rond *equity crowdfunding* onder de loep te nemen (2). De vennootschapsrechtelijke implicaties die een Europees statuut met zich zou kunnen meebrengen, worden in dit hoofdstuk buiten beschouwing gelaten.

§1 GEOGRAFISCHE ASPECTEN VAN EQUITY CROWDFUNDING

246. Aangezien *equity crowdfunding* investeringen via het internet mogelijk maakt, lijkt afstand veel minder dan voorheen een belemmering te vormen om te investeren in een project of onderneming. Informatie kan online beschikbaar worden gemaakt, vergaderingen kunnen worden bijgewoond via videoconferenties, contracten kunnen op elektronische wijze worden gesloten, enzovoort.

247. Door het gebruik van het internet wordt het ook veel eenvoudiger om mensen met dezelfde interesse te bereiken over de landsgrenzen heen. Op die manier kunnen ideeën of uitvindingen waarvoor er in het eigen land te weinig interesse bestaat en die daarom niet financieel worden gesteund, mogelijks toch voldoende financiële steun vinden. Interessegroepen en specifieke gemeenschappen die verspreid zijn over verschillende landen, zouden via *equity crowdfunding*

⁵²³ P. BELLEFLAMME en T. LAMBERT, "Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings", *Bank Fin.* 2014, afl. 4, (288) 289.

platformen toch samen kunnen investeren.⁵²⁴ Twee voorbeelden maken deze stelling duidelijk.

Ten eerste, maakt *equity crowdfunding* over de grenzen heen het mogelijk dat een idee, dat in een bepaald land als minder interessant wordt beschouwd, toch kan worden gerealiseerd. Stel dat een onderneming in België, een heel specifiek en vernieuwend skipak zou willen ontwikkelen dat een aantal voordelen heeft ten opzichte van de reeds bestaande skipakken. Aangezien de mogelijkheden om in België aan wintersport te doen vrij beperkt zijn, is het goed denkbaar dat er weinig Belgen bereid zouden zijn om dergelijk idee financieel te steunen. Wanneer dit idee echter in Oostenrijk, Duitsland, Frankrijk en Italië zou worden gelanceerd, dan zouden misschien veel meer mensen daarin geïnteresseerd zijn, aangezien zij de commerciële waarde daarvan door hun ervaringen op een andere manier bekijken.

Ten tweede, maakt *equity crowdfunding* over de grenzen heen het mogelijk dat een idee, dat in elk land slechts interessant wordt gevonden door een beperkte groep van mensen, toch kan worden gerealiseerd doordat die kleine groepjes geïnteresseerde mensen met elkaar in contact worden gebracht. Stel dat een Belgische amateurvisser een bepaalde technologie uitvindt die het vissen gemakkelijker maakt. De groep Belgische amateurvissers is misschien te beperkt om voldoende financiering te vinden om die nieuwe technologie te produceren. Echter, wanneer alle Europese amateurvissers zouden kunnen investeren in deze technologie, dan is de kans veel groter dat er wel voldoende investeerders worden gevonden.

248. Een aantal onderzoeken hebben al aangetoond dat het investeringspatroon van investeerders onafhankelijk is van de afstand tussen hen en het te financieren project of de te financieren onderneming en dat afstand gerelateerde belemmeringen sterk verminderen wanneer online transacties mogelijk zijn.⁵²⁵ Dit zou dus kunnen betekenen dat een deel van het potentieel van *equity crowdfunding* verloren gaat wanneer *equity crowdfunding* wordt beperkt tot de nationale markten en

⁵²⁴ D. MASHBURN, "The anti-crowd pleaser: fixing the crowdfund act's hidden risks and inadequate remedies", *Emory L.J.* 2013, Vol. 63, (127) 137; L. COLEBUNDERS, "Crowdfunding: waarom, soorten en werking", *Bank Fin.* 2014, afl. 6, (468) 470; S. HANKS, "Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union", *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 269-270.

⁵²⁵ A. AGRAWAL, C. CATALINI en A. GOLDFARB, "The Geography of Crowdfunding", 2011, 56 p, <http://ssrn.com/abstract=1692661>; A. HORTACSU, F. A. MARTINEZ-JEREZ en J. DOUGLAS, "The Geography of Trade in Online Transactions: Evidence from eBay and MercadoLibre", *American Economic Journal: Microeconomics* 2009, Vol. 1, 53-74; B. BLUM en A. GOLDFARB, "Does the internet defy the law of gravity?", *Journal of International Economics*, Vol. 70, 384-405.

zich niet kan uitstrekken over heel Europa⁵²⁶ of zelfs de wereld.⁵²⁷

§2 EUROPESE INITIATIEVEN

249. Uit de voorgaande paragraaf blijkt dat *equity crowdfunding* mogelijks grensoverschrijdend potentieel heeft. Dit potentieel zal echter enkel ten volle kunnen worden benut wanneer het juridisch kader voor *equity crowdfunding* niet op nationaal niveau, maar op Europees niveau⁵²⁸ of wereld niveau⁵²⁹ wordt voorzien. In Amerika bijvoorbeeld, heeft men met de JOBS Act een federale regeling ingevoerd die statelijke tussenkomst uitsluit. Er is slechts één autoriteit bevoegd en de regels over informatieverplichtingen, gedragsregels en controle zijn overal gelijk.⁵³⁰ De verschillende nationale regelingen en de verschillende bevoegde autoriteiten maken het binnen Europa niet eenvoudig om een *equity crowdfunding* platform op te zetten dat in verschillende landen actief is, noch is het voor investeerders duidelijk welke bescherming zij in de verschillende landen mogen verwachten. Naar het voorbeeld van Amerika lijkt een geharmoniseerde regeling die voorziet in maximale harmonisatie waardoor afwijkende nationale regelingen niet mogelijk zijn, dan ook een belangrijke stimulans te kunnen zijn voor de ontwikkeling van *equity crowdfunding* in Europa.⁵³¹

250. Ondanks de grote waarde die een Europese regeling zou kunnen hebben, zit een Europese regeling omtrent *equity crowdfunding* nog niet in de pijplijn. Hoewel men binnen de Europese Unie zeker bewust is van het potentieel van *equity crowdfunding*, beperken de Europese instanties zich voorsnog tot het verzamelen en het geven van informatie over *equity crowdfunding*, het bestuderen van de nationale regelingen en praktijken die voor *equity crowdfunding* ontstaan en het in kaart

⁵²⁶ S. HANKS, "Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union", *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 262, 269-270.

⁵²⁷ A. C. FINK, "Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act", *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 19.

⁵²⁸ K. E. WILSON en M. TESTONI, "Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets", *Bruegel Policy Contribution* 2014, afl. 9, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>, 12; S. HANKS, "Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union", *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 262, 269-270.

⁵²⁹ A. C. FINK, "Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act", *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, (1) 19.

⁵³⁰ S. HANKS, "Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union", *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 267.

⁵³¹ K. E. WILSON en M. TESTONI, "Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets", *Bruegel Policy Contribution* 2014, afl. 9, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>, 12; S. HANKS, "Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union", *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, (261) 262, 269-270 en 280-281.

brengen van en het waarschuwen voor de risico's die aan *equity crowdfunding* verbonden zijn.⁵³²

§3 CONCLUSIE HOOFDSTUK V

251. Het zou zeker een sterke stimulans zijn voor de verdere ontwikkeling van *equity crowdfunding*, indien de Europese Unie na de studieronde over zou gaan tot het creëren van een Europees kader. Ook op het vlak van *equity crowdfunding* zou er een eengemaakte, interne markt moeten bestaan, die alle landsgrenzen overschrijdt.

⁵³² DE BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., en MARON, D., in samenwerking met European Crowdfunding Network, "A Framework for European Crowdfunding", oktober 2012, 40 p, www.crowdfundingframework.eu; Europese Commissie, Consultation document, "Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action", 3 oktober 2013, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf; European Crowdfunding Network, "Review of Crowdfunding regulation: interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel", oktober 2013, 246 p, <http://www.eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/12/files/2013/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf>; Europese Commissie, Memo, "Communication on crowdfunding in the European Union – Frequently Asked Questions", 7 maart 2014, 8 p, [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-240_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm); Europese Commissie, Press release, "Commission roadmap to meet the long-term financing needs of het European Economy", 27 maart 2014, 4 p, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_en.htm; Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, "Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union", COM (2014) 172 final, 27 maart 2014, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf; European Securities and Market Authority, "Opinion on Investment-based crowdfunding", ESMA/2014/1378, 18 december 2014, 40 p, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf; WARDROP, R., ZHANG, B., RAU, R., and GRAY, M., "Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report", EY en University of Cambridge, februari 2015, 43 p, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf. Zie ook de website van de Europese Commissie: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm#maincontentSec1, http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/funding-policies/crowdfunding/index_en.htm.

CONCLUSIE

252. Is er nood aan specifieke *equity crowdfunding* wetgeving en, zo ja, hoe moet die wetgeving dan worden uitgewerkt? is de centrale onderzoeksvraag waarop een antwoord werd gezocht in deze masterproef. In deze conclusie wordt dan ook geprobeerd om een overzichtelijk en synthetiserend antwoord te geven op basis van het verrichte onderzoek.

253. In deze masterproef werd vastgesteld dat *equity crowdfunding* één van de verschillende vormen is die onder het algemene begrip *crowdfunding* vallen.⁵³³ Het betreft een alternatieve financieringswijze voor ondernemers waarbij een grote groep mensen, voor kleine bedragen via de tussenkomst van een internetplatform participeert in het kapitaal van een vennootschap.⁵³⁴

254. Om *equity crowdfunding* verder te laten ontwikkelen en om het vertrouwen van de investeerders te krijgen, is er nood aan rechtszekerheid. Die rechtszekerheid kan worden verkregen door een duidelijk wettelijk kader.⁵³⁵ Na het bestuderen van het huidige juridische kader voor *equity crowdfunding*, blijkt dat, afhankelijk van hoe de ondernemers en de platformen hun *equity crowdfunding* initiatief organiseren, verschillende regels toepassing kunnen vinden. Daarbij moet rekening worden gehouden met de prospectuswet, met de wet op de beleggingsondernemingen, met de wet op de betalingsinstellingen en met het consumentenrecht.⁵³⁶

De *equity crowdfunding* platformen moeten op dit moment in de meeste gevallen zowel het statuut van beleggingsonderneming als het statuut van betalingsinstelling verkrijgen en de op deze instellingen toepasselijke wetgeving en vereisten naleven.⁵³⁷ De ondernemers zijn voor de kleinere projecten, waar slechts voor beperkte bedragen kan worden ingeschreven, vrijgesteld van de prospectusplicht.⁵³⁸ Desalniettemin moeten zij nog steeds de andere vereisten van de prospectuswet over reclame en andere documenten naleven.⁵³⁹ Voor de grotere projecten geldt toch nog steeds de prospectusplicht. De huidige regelgeving belemmert zowel de activiteiten van de *equity crowdfunding* platformen door ze te onderwerpen aan verschillende statuten,⁵⁴⁰ als van de ondernemers die voor

⁵³³ Zie Hoofdstuk I.

⁵³⁴ Zie nrs. 27, 39.

⁵³⁵ Zie nrs. 40, 177.

⁵³⁶ Zie nr. 102.

⁵³⁷ Zie nr. 102.

⁵³⁸ Zie nrs. 35, 53.

⁵³⁹ Zie nrs. 55, 140.

⁵⁴⁰ Zie nr. 164.

grotere projecten op *equity crowdfunding* een beroep willen doen.⁵⁴¹ Daarenboven is voor de investeerders geen specifieke bescherming voorzien wanneer de prospectusvrijstelling van toepassing is.⁵⁴²

255. Wegens deze belemmeringen werd verder in deze masterproef op zoek gegaan naar een alternatieve reglementering, waarbij werd gezocht naar een evenwicht tussen enerzijds voldoende bescherming voor de investeerders en anderzijds een flexibele en niet te dure manier van financiering voor de ondernemers.

Op basis van de onderzochte literatuur wordt ten eerste voorgesteld om de Belgische vrijstelling van de prospectusplicht aan te passen. Enerzijds moeten de limieten worden verhoogd, zoals in Nederland, opdat grotere bedragen kunnen worden geïnvesteerd en grotere projecten financiering kunnen vinden via *equity crowdfunding* zonder hoge kosten met zich mee te brengen.⁵⁴³ Anderzijds moet, zoals in Amerika, aan de specifieke *equity crowdfunding* vrijstelling op de prospectusplicht als voorwaarde worden toegevoegd dat een beroep moet worden gedaan op een bij de FSMA geregistreerd *equity crowdfunding* platform.⁵⁴⁴ Ten tweede moeten dan aan deze geregistreerde *equity crowdfunding* platformen duidelijke gedragsregels worden opgelegd om zo de investeerders te beschermen.⁵⁴⁵

256. Hoewel bepaalde van deze gedragsregels, zoals de *due diligence* plicht, (hoge) kosten met zich zullen meebrengen, kan worden geargumenteed dat deze gedragsregels en de registratie bij de FSMA ook een positief effect zullen hebben op de *equity crowdfunding* markt en op die manier op de inkomsten van de platformen. Door het sterke signaal van betrouwbaarheid dat daarvan uitgaat, kan het vertrouwen van de ondernemers en de investeerders in de jonge en opkomende *equity crowdfunding* markt worden gevrijwaard, waardoor deze zich verder kan ontwikkelen en zowel meer investeerders als meer ondernemers zal aantrekken.⁵⁴⁶

257. Bij de invulling van de gedragsregels voor de *equity crowdfunding* platformen moet ook rekening worden gehouden met het vennootschapsrecht. Het vennootschapsrecht voorziet de

⁵⁴¹ Zie nrs. 53, 106, 140.

⁵⁴² Zie nr. 107.

⁵⁴³ Zie nr. 106.

⁵⁴⁴ Zie nr. 144.

⁵⁴⁵ Zie Hoofdstuk III, §3, B.

⁵⁴⁶ Zie nrs. 163, 168, 187.

mogelijkheid om een vennootschap op te richten door middel van inschrijvingen waarbij een procedure moet worden gevolgd die uit drie fases bestaat.⁵⁴⁷ De *equity crowdfunding* platformen kunnen in elke fase een belangrijke rol spelen. Indien de gedragsregels van de platformen worden geschreven in het licht van deze oprichtingsprocedure, dan kan het gehele *equity crowdfunding* proces elektronisch en online plaatsvinden.⁵⁴⁸

Naast het belang voor de *equity crowdfunding* platformen, heeft het vennootschapsrecht ook een belangrijke functie voor de ondernemers en de investeerders. De ondernemers moeten een afweging maken tussen enerzijds het behoud van de controle over de vennootschap (en hun idee), en anderzijds de inspraak die zij aan de investeerders willen geven. Het vennootschapsrecht biedt een aantal mogelijkheden om deze controle of inspraak te organiseren.⁵⁴⁹ De investeerders moeten beseffen dat de aandelen, die zij via *equity crowdfunding* kopen, bij gebrek aan een beurssysteme moeilijk verhandelbaar zijn. Indien zij aandelen kopen met het oog op een financiële return, dan is *equity crowdfunding* een zeer risicovolle investering.⁵⁵⁰ De investeerders moeten bovendien goed nagaan of er in de oprichtingsakte van de vennootschap waarin zij investeren, voldoende beschermingsmechanismen zijn ingebouwd om hun financiële return te vrijwaren bij een latere kapitaalverhoging of bij een overname.⁵⁵¹

258. Ten slotte kan worden geargumenteed dat wegens het potentieel grensoverschrijdende karakter van *equity crowdfunding*, het voor de verdere ontwikkeling een sterke stimulans zou kunnen zijn, indien de Europese Unie zou overgaan tot het creëren van een Europees kader met betrekking tot *equity crowdfunding*.⁵⁵²

⁵⁴⁷ Zie Hoofdstuk IV, §1, 1.2.

⁵⁴⁸ Zie nrs. 212-218.

⁵⁴⁹ Zie nrs. 231, 244.

⁵⁵⁰ Zie nrs. 232-234.

⁵⁵¹ Zie nrs. 235-243.

⁵⁵² Zie Hoofdstuk V.

BIBLIOGRAFIE

1. WETGEVING

1.1. Europese wetgeving

- Verordening (EG) nr. 809/2004 van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in de prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 149, 1-131.
- Verordening (EU) nr. 1286/2014, van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's), *Pb.L.* 9 december 2014, afl. 352, 1.
- Richtlijn 2000/31/EG van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2000 betreffende bepaalde juridische aspecten van de diensten van de informatiemaatschappij, met name de elektronische handel, in de interne markt, *Pb.L.* 17 juli 2000, afl. 178, 1-16.
- 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. 365, 64-89.
- 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, *Pb.L.* 11 december 2010, afl. 327, 1-12.

1.2. Belgisch wetgeving

- Burgerlijk Wetboek
- Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, *BS* 3 juni 1995, 15876.
- Wetboek van Vennootschappen
- Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39121.

- Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006, 31352.
- Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007.
- Wet van 21 december 2009 betreffende het statuut van de betalingsinstellingen en van de instellingen voor elektronisch geld, de toegang tot het bedrijf van betalingsdienstaanbieder en tot de activiteit van uitgifte van elektronisch geld en de toegang tot betalingssystemen, *BS* 19 januari 2010, 2199.
- Wetboek van economisch recht, *BS* 29 maart 2013, 19975.
- Koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 23 mei 2007.
- Koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *BS* 18 juni 2007, 32935.
- Koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 3 december 2007, 59762.
- Koninklijk besluit van 9 oktober 2009 over het openbaar karakter van de werving van terugbetaalbare gelden, *BS* 23 oktober 2009, 69373.
- Koninklijk besluit van 24 april 2014 tot goedkeuring van het reglement van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten betreffende het commercialiseringsverbod van bepaalde financiële producten aan niet-professionele cliënten, *BS* 20 mei 2014, 40095.
- Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, *BS* 12 juni 2014, 44471.

1.3. Andere wetgeving

- Securities Act of 1933, 15 U.S.C. §77a en volgende.
- Securities Act of 1934, 15 U.S.C. §78a en volgende.
- Wet van 28 september 2006 houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop, *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden* 31 oktober 2006, nr .475.
- Jumpstart Our Business Startups Act, *H.R.* 3606 (Apr. 5, 2012).

II. RECHTSPRAAK

- Cass. 4 maart 2003, AR P.02.0978.N, *RW* 2003-04, afl. 29, 1147.
- Cass. 7 december 1978, *Arr.Cass.* 1978-79, 407.
- Cass. 22 januari 1981, *RCJB* 1981, 495, noot S.J. NUDELHOLE.
- Cass. 13 april 1989, *TRV* 1989, 321, noot M. WYCKAERT en F. BOUCKAERT, *Pas.* 1989, I, 825, *RW* 1989-90, 253, *Rev.not.b.* 1989, 410, *TBH* 1989, 878, *JT* 1990, 710, noot D. MICHIELS, *RCJB* 1991, 205, noot J.-M. NELISSEN GRADE.
- Cass. 18 maart 2004, *RW* 2004-2005, 303.
- Cass. 13 september 2012, *RW* 2013-2014, 1100.

III. RECHTSLEER

3.1. Amerikaanse rechtsleer

- BARITOT, J. F., “Increasing protection for crowdfunding investors under the JOBS Act”, *U.C. Davis Bus. L.J.* 2012-2013, Vol. 13, 259-1002.
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T., en SCHWIENBACHER, A., “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, *J. of Business Venturing* 2013, Vol. 29, 585-630.
- BLACK, B. S., “Information asymmetry , the internet, and securities offerings”, *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, 91-99.
- BRADFORD, C.S., “Crowdfunding and the federal securities laws”, *Colum. Bus. L. Rev.* 2012, Vol. 2012, 1-150.
- BURKETT, E., “A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. Securities Regulation”, *Transactions Tenn. J. Bus. L.* 2011-2012, Vol. 13, 63-106.
- CHOI, S. J., “Gatekeepers and the internet: rethinking the regulation of small business capital formation”, *J. Small & Emerging Bus. L.* 1998, Vol. 2, 27-55.
- COHN, S. R., “The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution”, *Fla. L. Rev.* 2012, Vol. 64, 1433-1446.
- DAILEY, A. C., “Striving for Rationality”, *Va. L. Rev.* 2000, Vol. 86, 349-380.

- DESCHLER, G. D., “Wisdom of the intermediary crowd: what the proposed rules mean for ambitious crowdfunding intermediaries”, *St. Louis U. L.J.* 2013-2014, Vol. 58, 1145-1187.
- DORFF, M. B., “The Siren Call of Equity Crowdfunding”, 34 p, <http://ssrn.com/abstract=2325634>.
- DOUGLAS, W. O., “Protecting the Investor”, *Yale Law Rev.* 1934, Vol. 23, 522-533, <https://www.sec.gov/news/speech/1934/030034douglas.pdf>.
- FINK, A. C., “Protecting the crowd and raising capital through the crowdfund act”, *U. Det. Mercy L. Rev.* 2012-2013, Vol. 90, 1-34.
- HANKS, S., “Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union”, *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, 261-282.
- HAZEN, T. L., “Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure”, *N. C. L. Rev.* 2011-2012, Vol. 90, 1735-1769.
- HEMINWAY, J. M., “What is a security in the crowdfunding era?”, *Ohio St. Bus. L.J.* 2012, Vol. 7, 335-371.
- HEMINWAY, J. M., “The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the CROWDFUND Act”, *UC Davis Business Law Journal* 2013, Vol. 13, 177-205.
- JOLLS, C., SUNSTEIN, C. R., en THALER, R., “A Behavioral Approach to Law and Economics”, *Stan. L. Rev.* 1998, Vol. 50, 1471-1550.
- MARTIN, T. A., “The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd”, 34 p, <http://ssrn.com/abstract=2040953>.
- MASHBURN, D., “The anti-crowd pleaser: fixing the crowdfund act’s hidden risks and inadequate remedies”, *Emory L.J.* 2013, Vol. 63, 127-174.
- MILANTS, G., “Een beursintrodactie praktisch bekeken”, *Bank Fin.* 2004, afl. 7, 365-376.
- MOLLIK, E., “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, *J. of Business Venturing* 2014, Vol. 29, 1-16.
- PAREDES, T. A., “Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulations”, *Wash. U. L. Q.* 2003, Vol. 81, 417-485.
- RIPKEN, S. K., “The dangers and drawbacks of the disclosure antidote: towards a more substantive approach to securities regulation”, *Baylor, L. Rev.* 2006, Vol. 58, 139-204.

- SIGAR, K., “Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act’s safeguards”, *Admin. L. Rev.* 2012, Vol. 64, 473-506.
- STEPHENSON, A. D., KNIGHT, B.R., en BAHLEDA, M., “From revolutionary to palace guard: the role and requirements of intermediaries under proposed regulation crowdfunding”, *Mich. J. Private Equity & Venture Cap. L.* 2014, Vol. 3, 231-255.
- SUROWIECKI, J., *The Wisdom of Crowds: Why the many are smarter than the few and how collective wisdom shapes business, economies, societies, and nations*, U.S.A., Anchor Books, 2005, 336 p.
- The Federalist Society for Law and Public Policy Studies, “Corporations, Deregulating the markets: the JOBS Act”, *Del. J. Corp. L.* 2013, Vol. 38, 476-516.
- VITINS, M., “Crowdfunding and Securities Laws: What the Americans are Doing and the Case for an Australian Crowdfunding Exemption”, *J.L. Inf. & Sci.* 2012-2013, Vol. 22, 92-127.
- WILLIAMSON, J. J., “The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn’t Go Far Enough”, *Yale L. J.* 2012-2013, Vol. 122, 2069-2080.
- WROLDSEN, J. S., “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd”, *Vand. J. Ent. & Tech. L.* 2012-2013, Vol. 15, 583-635.

3.2. Belgische rechtsleer

- BELLEFLAMME, P. en LAMBERT, T., “Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings”, *Bank Fin.* 2014, afl. 4, 288-296.
- BLUMBERG, J. P., “De uitgifte van naakte warrants of autonome inschrijvingsrechten op aandelen in naamloze vennootschappen”, *TRV* 1989, 122-130.
- BYTTEBIER, K., *Handboek Financieel Recht*, Antwerpen, Kluwer, 1995, 480 p.
- CERFONTAINE, J., “Art. 460 W.Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2002, 9 p.
- COLAERT, V., en VAN DYCK, T., “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, afl. 3, 226-279.
- COLEBUNDERS, L., “Crowdfunding: waarom, soorten en werking”, *Bank Fin.* 2014, afl. 6, 468-476.
- COOREMAN, T., “Het belang van het financieel plan”, *De Venn.* 2008, afl. 7, 4-5.

- CORNELIS, L., en PEETERS, J., “Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht”, in WYMEERSCH, E. (ed.), *Financieel Recht tussen Oud en Nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 621-685.
- CULOT, H., “La prime d’émission”, *Rev.prat.soc.* 2006, afl. 4, 455-501.
- DECOSTER, S. en LEWALLE, C., “Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives”, *Rev.banc.fin.* 2014, 455-467.
- DE SCHRYVER, V., “Prospectusaansprakelijkheid”, in E. WYMEERSCH, *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 337-364.
- DE WULF, H., “Aandeelhoudersvorderingen met het oog op schadevergoeding – of waarom elke aandeelhouder vergoeding van reflexschade kan vorderen, België class actions moet invoeren en de minderheidsvordering moet hervormen”, in *10 jaar wetboek vennootschappen in werking*, Mechelen, Kluwer, 2011, 475-522.
- DIRIX, E., “Art. 1598 BW”, in X., *Bijzondere overeenkomsten. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 1986, 2 p.
- DUPLAT, M., “Évolutions récentes en manière d’information des investisseurs: la nouvelle directive prospectus” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 417-434.
- FREDERICQ, L., *Traité de droit commercial belge*, IV, Gent, Fechey, 1950, 592 p.
- GEENS, K., en LAGA, H., "Overzicht van rechtspraak vennootschappen 1986-1991", *TPR* 1993, 945-1170.
- GEERAERT, D., en KEUSTERMANS, J., “De openbare uitgifte van effecten”, *Jura Falc.* 1982-1983, 315-353.
- HORSMANS, G., en TOSSENS, J.-F., “Réflexions sur la nature et le régime juridique des valeurs mobilières et des autres instruments financiers”, in, Centre J. RENAULD (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, 151-182.
- JACOBS, G., en MACOURS, K., “Dividendsplitsing naar bedrijfstak: de uitgifte van tracking stock”, *TRV* 2000, 303-325.
- KEUSTERMANS, J.-F., “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, 347-358.
- KRUITHOF, M., “Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op reglementaire gedragsregels inzake beleggingsdiensten: zorgplicht, *know your customer* en *best execution*”, in DAEMS, H., DE MEULENEERE,

I., FELTKAMP, R., HOUSSA, C., en STEENNOT, R. (eds.), *Bescherming van de consument in het financieel recht*, Anthemis Intersentia, Antwerpen, 2012, 155-201.

- LEWALLE, C., “Publication, par la FSMA, de deux communications relatives au ‘crowdfunding’”, *Bank Fin.* 2012, afl. 3-4, 224-227.

- MEULEMANS, D., en CALLENS, C., “Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten”, *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, 1106-1125.

- NELISSEN GRADE, J.-M., en DE VOS, B., “Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus”, *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, 1138-1164.

- PATTYN, J., *Aandeelhoudersovereenkomsten. Overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke nv*, Gent, Larcier, 2012, 204 p.

- PEETERS, J., en VAN DYCK, T., “De Prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006. Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *BFR* 2006, 167-210.

- RAES, D., “Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique”, in M. GREGOIRE, *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Brussel, Bruylant, 2013, 85-200.

- RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A. en GREGOIRE, A., *Traité des Sociétés Anonymes*, I, 3^e ed., Brussel, Swinnen H., 1981, 461 p.

- ROELENS, D., en STEEVENS, S., “Winstbewijzen praktisch bekeken”, *TRV* 2010, afl. 4, 283-303.

- STEENNOT, R., en DEJONGHE, S., *Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 628 p.

- SUNT, C., “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht”, in *Liber Amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 579-599.

- TILLEMANS, B., “Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke naamloze vennootschappen”, in BUYSENS, F., GEENS, K., LAGA, H., TILLEMANS, B., en VERBEKE, A.-L. (eds.), *Vennootschapsrechtelijke clausules voor het notariaat: liber amicorum prof. dr. Luc Weyts*, Gent, Larcier, 2012, 255-357.

- TILLEMANS, B., “Volmacht en sterkmaking bij oprichting van vennootschappen”, in X., *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, 319-372.

- TISON, M., en DE VOS, C., “Bijzondere wetgeving: financiële diensten”, in STUYCK, J (ed.), *Consumentenzakboekje*, Mechelen, Kluwer, 2002, 185-273.

- TROPLONG, R. T., *Commentaire du contrat de société en matière civile et commerciale*, Brussel, Meline, Cans et Compagnie, 1843, 748 p.
- VAN BOVEN, R., “Het financieel plan: de juridische aspecten”, *Acc. & Tax* 2005, afl. 3, 14-22.
- VAN BRUYSTEGEM, B., “Commentaar bij art. 232 W.Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Boek IV. De besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, Titel III, Hfdstk. I., 2003, 5 p.
- VAN BRUYSTEGEM, B., “Commentaar bij art. 510 W.Venn. (oud art. 41§2 Venn.W.)”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2003, 30 p.
- VAN CAUWENBERGE, A., “De Belgische regelgeving over de financiële markten: een evenwicht tussen ‘principles based regulation’ en ‘rule based regulation’? ” in *Van alle markten - Liber Amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 893-924.
- VAN CLEYNENBREUGEL, P., “Gedragsregels in het financieel recht: Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht”, *Jura Falc.* 2008-2009, afl. 1, 77-118.
- VAN DYCK, T., *De Geharmoniseerde Prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 813 p.
- VAN EENOO, D., “De openbare uitgifte van effecten en de prospectusplicht. De wet van 22 april 2003. Knelpunten inzake het toepassingsgebied”, *T.Fin.R.* 2005, afl. 3, 1126-1137.
- VAN GERVEN, D., “Overdrachtsbeperkingen van aandelen”, in VERBEKE, A., DERYCKE, H., LALEMAN, P., en VAN GERVEN, D., (eds.), *Vermogensplanning met Effect bij Leven: Rechtspersoon*, Gent, Larcier, 2009, 9-13.
- VAN OEVELEN, A., “Een verkoopsovereenkomst met een ongeoorloofd voorwerp en een ongeoorloofde prijs”, in B. TILLEMEN en P. FORIERS (eds.), *De koop*, Brugge, Die Keure, 2002, 1-16
- VAN OMMESLAGHE, P., en DIEUX, X., “Examen de jurisprudence: les sociétés commerciales”, *RCJB* 1993, 639-824.
- VAN RYN, J., *Principes de droit commercial*, I, Brussel, Bruylant, 1954, 549 p.
- VAN RYN, J., en HEENEN, J., *Principes de droit commercial*, III (2^e ed.), Brussel, Bruylant, 1981, 709 p.
- VERGAUWEN, J., “Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de 'Verwatering' en de Wettelijke Bescherming”, *Jura Falc.* 2011-2012, afl. 2, 391-411.

- WYCKAERT, M., *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A. Vermogens- en kapitaalvorming door inbreng – Rechten en plichten van vennoten*, Kalmthout, Biblo, 1995, 803 p.
- WYMEERSCH, E., “Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers – l’article 36 de la loi du 6 avril 1995”, *Bank Fin.* 1995, 574-592.
- WYNANT, L., “De aansprakelijkheid van overheidstoezichthouders”, *RW* 2003-2004, afl. 40, 1563-1574.
- X., “De rol van het financieel plan”, *De Venn.* 2005, afl. 5, 12-13.
- X. “De uitgiftepremie: het kapitaal van de vennootschap”, *De Venn.* 2005, afl. 6, 6-7.

3.3. Andere rechtsleer en literatuur

- AFM, “Crowdfunding – Naar een duurzame sector; Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector”, december 2014, 46 p.
- AGRAWAL, A., C. CATALINI, C., en GOLDFARB, A., “The Geography of Crowdfunding”, 2011, 56 p, <http://ssrn.com/abstract=1692661>.
- BIERENS, B., GRUNDMANN-VAN DE KROL, C. M., LEMSTRA, D. J. R., en STEVENS, T. M., “Het Handboek beursgang: een inleiding”, in BIERENS, B., GRUNDMANN-VAN DE KROL, C. M., LEMSTRA, D. J. R., en STEVENS, T. M., *Handboek beursgang*, Deventer, Kluwer, 2011, 1-24.
- BIERENS, B., en ZIJP, P., “De rol van de begeleidende banken”, in BIERENS, B., GRUNDMANN-VAN DE KROL, C. M., LEMSTRA, D. J. R., en STEVENS, T. M., *Handboek beursgang*, Deventer, Kluwer, 2011, 327-370.
- BLUM, B., en GOLDFARB, A., “Does the internet defy the law of gravity?”, *Journal of International Economics*, Vol. 70, 384-405.
- BONNEAU, T., “La régulation du crowdfunding dans le monde”, *RISF* 2014, afl. 2, 3-4.
- DE BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., en MARON, D., in samenwerking met European Crowdfunding Network, “A Framework for European Crowdfunding”, oktober 2012, 40 p, www.crowdfundingframework.eu.
- DOUW & KOREN, “Crowdfunding in België 2014 – De status van crowdfunding in België”, 12 maart 2015, 12 p, <http://douwenkoren.nl/crowdfunding-in-belgie-2014.pdf>.
- Euronext Rule Book, Book I: Geharmoniseerde regels, Hoofdstuk 6, 53-66, 27 februari 2015 <https://www.euronext.com/nl/regulation/market-rules>.

-FUCHITA, Y., “Protecting Investors While Encouraging the Supply of Risk Capital”, *Nomura Journal of Capital Markets* winter 2014, Vol. 5, afl. 3, 1-20.

- HORTACSU, A., MARTINEZ-JEREZ, F. A., en DOUGLAS, J., “The Geography of Trade in Online Transactions: Evidence from eBay and MercadoLibre”, *American Economic Journal: Microeconomics* 2009, Vol. 1, 53-74.

- KPMG en STIBBE, “Crowdfunding: actiegericht onderzoek tot stimuleren van crowdfunding als financieringswijze van (startende) ondernemingen via het opzetten van een digitaal en kennisplatform”, 2 augustus 2013, 126 p, www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/rapport_crowdfunding_door_stibbe_en_kpmg.pdf.

- PIERRAKIS, Y., en COLLINS, L., “Crowdfunding: a new innovative model of providing funding to projects and businesses”, 23 p, <http://ssrn.com/abstract=2395226>.

- Règlement d’usage de la marque collective, Plate-forme de financement participatif régulée par les autorités françaises, approuvée par Le Ministre des Finances et des Comptes publics, Le Ministre de l’Economie, de l’Industrie et du Numérique, 23 december 2014, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/410196>.

- WARDROP, R., ZHANG, B., RAU, R., and GRAY, M., “Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report”, EY en University of Cambridge, februari 2015, 43 p, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf.

- WILSON, K. E., en TESTONI, M., “Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s capital markets”, *Bruegel Policy Contribution* 2014, afl. 9, 14 p, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>.

IV. Documenten Europese Unie

- Europese Commissie, Consultation document, “Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU Action”, 3 oktober 2013, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.

- European Crowdfunding Network, “Review of Crowdfunding regulation: interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel”, oktober 2013, 246 p, <http://www.eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/12/files/2013/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf>.

- Europese Commissie, Memo, “Communication on crowdfunding in the European Union – Frequently Asked Questions”, 7 maart 2014, 8 p, [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-240 en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm).

- Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Unleashing the

potential of Crowdfunding in the European Union”, *COM (2014) 172 final*, 27 maart 2014, 12 p, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf.

- Europese Commissie, Press release, “Commission roadmap to meet the long-term financing needs of het European Economy”, 27 maart 2014, 4 p, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_en.htm.

- European Securities and Market Authority, “Opinion on Investment-based crowdfunding”, *ESMA/2014/1378*, 18 december 2014, 40 p, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf.

V. FSMA mededelingen en jaarverslagen

-Bankcommissie, *Jaarverslag* 1987-1988.

- Bankcommissie, *Jaarverslag* 1988-1989.

- Bankcommissie, *Jaarverslag* 1990-1991.

- CBFA, *Jaarverslag* DC 2004.

- FSMA, Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, *FSMA_2012_15*, 14 p.

- FSMA, Bijlage Mededeling van 12 juli 2012, “Reglementair kader voor crowdfunding”, *FSMA_2012_15-1-6*, 10 p.

- FSMA, Mededeling 12 juli 2012, “Crowdfunding”, *FSMA_2012_16*; 2 p.