



Crowdfunding - Naar een duurzame sector

Onderzoek naar (toezicht op) de crowdfundingsector

December 2014

Inhoudsopgave

Managementsamenvatting	3
Methodiek en leeswijzer	5
Verantwoording onderzoek	6
1. Beschrijving crowdfunding	7
1.1. Verschijningsvormen van crowdfunding.....	7
1.2. Het crowdfunding proces	8
1.3. Beweegredenen van geldgevers en geldvragers.....	9
2. Ontwikkeling crowdfundingmarkt	11
2.1. Observaties startende markt.....	11
2.2. Verwachtingen groeimarkt	13
2.3. Verwachtingen volwassen markt	15
2.4. Samenvatting - indicatoren voor de groei- en volwassen markt	16
3. Visie van de AFM t.a.v. (toezicht op) crowdfunding.....	17
3.1. Visie AFM t.a.v. crowdfunding	17
3.2. Visie t.a.v. toezicht op crowdfunding.....	17
4. Identificeren en prioriteren risico's.....	18
4.1. Groot risico, actie AFM is mogelijk en kan leiden tot afname risico	19
4.2. Groot risico, actie AFM is niet mogelijk en/of leidt niet tot afname risico	22
4.3. Klein risico, actie AFM is mogelijk en kan leiden tot afname risico	22
4.4. Klein risico, actie AFM is niet mogelijk en/of leidt niet tot afname risico	23
5. Randvoorwaarden voor duurzame crowdfunding	23
6. Analyse benodigde stappen.....	29
6.1. Huidige situatie afgezet tegen de randvoorwaarden.....	29
6.2. Knelpunten huidige wettelijk kader	30
7. Aanbevelingen	35
7.1. Aanbevelingen wetgever: wijzigingen wettelijk kader.....	35
7.2. Aanbevelingen aan de sector	37
Bijlages	38
Bijlage 1: Aanbevelingen op gebied van wettelijk kader - gedetailleerd	39
Bijlage 2: Verantwoording onderzoek.....	45

Inleiding

Managementsamenvatting

De crowdfundingsector is sterk in ontwikkeling en krijgt daardoor in het maatschappelijk debat (zowel nationaal als internationaal) de nodige aandacht. Het is een sector die vanuit de opstart- en pioniersfase een fase van groei in gaat. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is vanuit haar toezichtstaak al langere tijd betrokken bij de crowdfundingsector. Sinds 2012 verstrekt de AFM op basis van bestaande wet- en regelgeving vergunningen en ontheffingen aan crowdfundingplatforms. Tegen deze achtergrond hebben wij, mede op verzoek van de minister van Financiën onderzoek gedaan naar (toezicht op) de crowdfundingsector. Wij hebben de opzet en voortgang van het onderzoek met het ministerie van Financiën, het ministerie van Economische Zaken en De Nederlandsche Bank besproken. Dit onderzoek vormt voor ons de gelegenheid om het toezichtregime in een groeiende markt nauwgezet te bekijken en mogelijke knelpunten te identificeren en te adresseren.

Crowdfunding voorziet in maatschappelijke behoefte

De AFM juicht het toe dat nieuwe initiatieven als crowdfunding worden ontplooid. Deze voorzien in een maatschappelijke behoefte, zoals financiering voor het midden- en kleinbedrijf, en hebben de potentie een zeer nuttige rol op de financiële markten te vervullen. Wij vinden het belangrijk dat de crowdfundingsector in staat wordt gesteld op een duurzame manier te groeien. Dat betekent dat ze voldoet aan een aantal randvoorwaarden, zoals professionele platforms, een minimumniveau aan transparantie, een bepaalde mate van bescherming van de geldgever en geldvrager en samenwerking tussen de platforms. Als aan deze randvoorwaarden wordt voldaan, dan worden ook de aan crowdfunding gerelateerde risico's (zoals fraude, niet passende financiering of investering en disfunctioneren van het platform) op de juiste wijze geadresseerd.

De wet en het toezicht op crowdfunding

De huidige wet- en regelgeving stelt op de lange termijn onvoldoende eisen aan de sector om invulling te geven aan deze randvoorwaarden. Ook wordt het wettelijk kader op bepaalde punten als belemmerend ervaren door de sector en kent ze een aantal juridische knelpunten, waardoor de AFM haar taak niet optimaal kan vervullen.

Daarom adviseren we om (de intensiteit van) de wet- en regelgeving en het toezicht mee te laten groeien met de ontwikkeling van de markt. Dit biedt de kans om passende regelgeving te maken, die rekening houdt met de onzekerheden van een markt die sterk in ontwikkeling is en het stimuleert de markt om in fases toe te groeien naar een duurzame en volwassen sector. De AFM maakt om die reden in het rapport onderscheid tussen drie scenario's van marktgroei: de startende markt, de groeiemarkt en de volwassen markt. Per scenario is nader uitgewerkt welke toekomstige marktonwikkelingen verwacht worden en op welke wijze proportioneel invulling gegeven kan worden aan het wettelijk kader en het toezicht van de AFM. Hiermee wordt voorkomen dat de regelgeving een verstikkende werking op de markt heeft.

Aanbevelingen voor de korte en middellange termijn

We doen een aantal concrete aanbevelingen voor de korte en middellange termijn, wanneer er sprake is van een groeiemarkt. De AFM wil in deze fase blijvend gebruik maken van het huidige wettelijk kader, maar wil dat een aantal knelpunten in de huidige vier toezichtregimes worden opgelost. Het huidige ontheffingsregime dat geldt voor platformen die MKB ondernemingen financieren in de vorm van leningen, achten wij te licht. Wij bevelen aan dit regime te verzwaren met een aantal doorlopende wettelijke verplichtingen. De AFM zal daarnaast het bemiddelingsregime niet meer toepassen, omdat dit teveel juridische knelpunten bevat en niet passend is voor de crowdfundingsector. In plaats daarvan zullen platformen die consumenten financieren in de vorm van leningen dit alleen nog maar kunnen doen met een vergunning voor het aanbieden van krediet. Ook bevelen we aan om een aantal voorschriften aan te passen. Het betreft enerzijds aanpassing van voorschriften die door gereguleerde platformen als belemmerend worden ervaren en anderzijds invoering van een aantal aanvullende voorschriften waaraan gereguleerde platformen dienen te voldoen om duurzame groei te verwezenlijken.

Aanbevelingen voor de langere termijn

Ook doen we een aantal aanbevelingen voor de langere termijn als de crowdfundingmarkt zich naar een volwassen markt ontwikkelt. We raden aan een nieuw wettelijk kader in te richten dat bestaat uit twee wettelijke regimes, namelijk een *loan based regime* en een *equity based regime*. Binnen deze regimes worden wettelijke regels van kracht die specifiek zijn toegesneden op crowdfunding en worden zwaardere en meer specifieke eisen worden gesteld aan de bedrijfsvoering van een platform en worden tevens prudentiële regels van kracht. Daarnaast doen wij de aanbeveling om de geldende voorschriften wettelijk te verankeren en onderdeel uit te laten maken van de wettelijke eisen die aan

de bedrijfsvoering van een platform zullen worden gesteld. De AFM zal haar toezichttaak vervullen aan de hand van de geldende wet -en regelgeving.

De aanbevelingen voor de lange termijn zijn minder concreet dan de aanbevelingen voor de korte en middellange termijn omdat nog niet duidelijk is of, en zo ja hoe de markt zich naar een volwassen markt zal ontwikkelen. De AFM doet de aanbeveling om de markt op basis van een aantal indicatoren te monitoren om tijdig te kunnen bepalen wanneer de sector naar een andere marktfase groeit. In het rapport wordt een aantal mogelijke indicatoren genoemd.

Aanbevelingen aan de sector

Ten slotte richten wij een aantal aanbevelingen tot de sector, waarbij we vragen aandacht te geven aan onder andere educatie, standaardisatie van informatie, en samenwerking tussen de platforms.

Uitnodiging voor reactie belanghebbenden

Wij nodigen de verschillende belanghebbenden uit om vóór 23 januari te reageren op onze aanbevelingen door de online vragenlijst in te vullen. De resultaten hiervan zullen wij ter overweging meegeven aan de ministeries.

Methodiek en leeswijzer

Het onderzoek (en de resulterende rapportage) is uit de volgende onderdelen opgebouwd:

Hoofdstuk 1 bevat een korte beschrijving van crowdfunding

Hoofdstuk 2 geeft een korte beschrijving van de startende markt, de verwachtingen ten aanzien van de groeiemarkt en de verwachtingen ten aanzien van de volwassen markt.

Hoofdstuk 3 gaat in op onze visie ten aanzien van crowdfunding en ten aanzien van het toezicht op de crowdfundingsector.

In **hoofdstuk 4** worden de risico's gerelateerd aan crowdfunding geïdentificeerd en beschreven en wordt aangeduid welke risico's de prioriteit en aandacht hebben van de toezichthouder.

In **hoofdstuk 5** wordt geïdentificeerd welke randvoorwaarden belangrijk zijn voor adequate adressering van risico's.

In **Hoofdstuk 6** wordt de huidige situatie afgezet tegen de gewenste situatie van de volwassen markt. Tevens wordt in dit hoofdstuk antwoord gegeven op de vraag in hoeverre het huidige wettelijk kader de toezichthouder en de sector in staat stelt om de verschillen te overbruggen.

Hoofdstuk 7 bevat de aanbevelingen aan de wetgever ten aanzien van het wettelijk kader en bevat een aantal aandachtspunten voor de sector.

Verantwoording onderzoek

Voor het onderzoek hebben we gebruik gemaakt van verschillende bronnen, bestaande uit gepubliceerde onderzoeken, gesprekken met verschillende crowdfundingplatforms en collega toezichthouders in Europa (waaronder de *European Securities Markets Authority (ESMA)*, de *European Banking Authority (EBA)* en de Europese Commissie (EC)), het AFM Consument&Panel, de websites van de platforms en de ervaring van de AFM als gedragstoezichthouder.

Mede gegeven het feit dat er op dit moment nog weinig substantiële data beschikbaar zijn, is de rapportage voornamelijk het resultaat van kwalitatief onderzoek.

In bijlage 2 van de rapportage worden deze bronnen nader gespecificeerd.

1. Beschrijving crowdfunding

Crowdfunding is het investeren met of uitlenen van relatief kleine bedragen door een grote groep investeerders (hierna: geldgevers) aan particulieren of ondernemingen (hierna: geldvragers) via een doorgaans online platform (hierna: crowdfunding platform). Crowdfunding platforms brengen geldvragers en geldgevers samen. Er zijn verschillende verschijningsvormen, waarvan crowdfunding via het uitlenen van geld (*loan based*) en investeren in bedrijven (*equity based*) onder toezicht vallen. In dit rapport gaat het om deze twee vormen van crowdfunding.

De werking van crowdfunding baseert zich op kleine bedragen die samen een aanzienlijk bedrag vormen. Crowdfunding is een vorm van financiering, met als typerend kenmerk dat de financiering (funding) wordt opgehaald bij het publiek (de 'crowd').

1.1. Verschijningsvormen van crowdfunding

Crowdfunding heeft verschillende verschijningsvormen, afhankelijk van het doel van de geldvrager. Bekeken vanuit de geldgever, kan crowdfunding in essentie op vier verschillende manieren plaatsvinden:

- **Doneren**
Geld schenken aan een goed doel. Geldgevers nemen afscheid van het geld maar hebben wel direct zicht op waar hun geld naar toe gaat.
- *Sponsoring en reward based*
Ondersteunen van een project, tegen een (niet-financiële) tegenprestatie. Het financiële aspect is hierbij onderschikt en geldgevers voelen zich vooral verbonden met het doel wat de aanvrager nastreeft.
- *Loan based*
Uitlenen van geld aan een bedrijf of particulier, met als compensatie rente op de lening. Bij deze vorm van crowdfunding is financieel rendement belangrijk.
- *Equity based*
Investeren in een bedrijf, met als compensatie dividend en waardevermeerdering van het aandeel. Ook hier geldt dat het rendement op de investering belangrijk is.

Het toezicht van de AFM en dit onderzoek, richten zich op de laatste twee vormen van crowdfunding, *loan based* en *equity based*. Dit betekent overigens niet dat alle platforms die deze vormen van crowdfunding faciliteren een vergunning of ontheffing van de AFM (nodig) hebben.

Er zijn op dit moment vier toezichtregimes van toepassing op eerder genoemde vormen van crowdfunding:

- Ontheffing bemiddeling in opvorderbare gelden
Deze vorm ziet op de financiering van MKB (bestaand en start ups) bedrijven in de vorm van leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd
- Vergunning bemiddeling in krediet
Deze vorm ziet op de financiering van consumenten in de vorm leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd, waarbij het platform een bemiddelende rol heeft
- Vergunning aanbieden krediet
Deze vorm ziet op de financiering van consumenten in de vorm leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd, waarbij het platform als aanbieder fungeert
- Vergunning beleggingsonderneming
Deze vorm ziet op de financiering van MKB bedrijven (start ups) in de vorm van aandelen of obligaties die aan particuliere geldgevers (consumenten) worden uitgegeven

1.2. Het crowdfunding proces

Het crowdfundingproces volgt in het algemeen de volgende stappen:

Matching

Crowdfunding platforms brengen geldvragers en geldgevers samen. De geldvrager probeert financiering op te halen door een project te pitchen bij het publiek via een platform. Een platform stelt een aantal eisen aan een projectpitch. De geldvrager moet bijvoorbeeld historische resultaten, een prognose naar de toekomst en zijn kwaliteiten duidelijk maken. Nadat het platform deze punten heeft gescreend wordt het voorstel online gezet.

Vervolgens kunnen geldgevers het project steunen door te investeren. Het platform beoordeelt of het gewenste bedrag is opgehaald en houdt de administratie daarvan bij. De geldstromen worden doorgaans beheerd via een derde partij, de Stichting Dergengelden. De financiering kan doorgaan wanneer er een minimum bedrag is opgehaald, bijvoorbeeld negentig procent van de beoogde

investering. De geldgevers maken het bedrag van hun lening/investering over naar de Stichting Derdengelden en na een succesvolle inschrijving op een project worden de gelden doorbetaald aan de geldvrager. Wanneer het startminimum niet wordt behaald en de investering niet doorgaat, worden de gelden geretourneerd aan de geldgevers.

Voor het bijeenbrengen van geldgevers en –nemers ontvangt de exploitant van het platform een vergoeding van de geldvragers, van de geldgevers of van beiden. Dit kan een vast bedrag zijn per participant en/of een percentage van de projectfinanciering. De bedragen lopen uiteen.

Doorlopende dienstverlening

Doorlopend kan het platform ook de rente en aflossing van een lening of de uitbetaling van dividenden en terugbetaling van geïnvesteerde gelden faciliteren. De betaling van gelden loopt doorgaans via een Stichting Derdengelden. De exploitant van het platform vraagt voor dergelijke werkzaamheden in de regel een vergoeding. Ook kan de incasso van gelden door het platform worden uitbesteed. Vaak houdt het platform dan nog wel de administratie van rechten en plichten van geldgevers en geldvragers bij.

1.3. Beweegredenen van geldgevers en geldvragers

Crowdfunding kan voorzien in verschillende behoeften van geldvragers en geldgevers. Uit gesprekken met crowdfundingplatforms en de resultaten van het AFM Consument&Panel¹ komen de volgende punten naar voren:

Geldvragers

De geldvragers die zich via crowdfunding willen laten financieren zijn veelal (startende) MKB-ondernemers en particulieren. Er zijn verschillende redenen waarom deze partijen crowdfunding kunnen verkiezen boven andere vormen van financiering:

- Crowdfunding lijkt een relatief gemakkelijke, goedkope en snelle manier om financiering te verkrijgen;

¹ Het AFM Consument&Panel is het consumentenpanel van de AFM. Wij hebben via ons online consumentenpanel 128 consumenten benaderd die investeren of geld uitlenen via crowdfunding of van plan zijn om dit in de toekomst te gaan doen. Het AFM Consument&Panel is niet representatief voor de gemiddelde Nederlander maar de resultaten geven wel indicaties over de houding van consumenten tegenover crowdfunding.

- Crowdfunding is een alternatief voor ondernemingen en particulieren die niet in aanmerking komen voor traditionele financiering, zoals bankfinanciering;
- Crowdfunding en het specifieke platform passen bij het eigen bedrijfsconcept. Het is bijvoorbeeld vernieuwend of het platform richt zich specifiek op duurzaamheid;
- Door middel van crowdfunding kan een nieuwe doelgroep aangeboord worden. Investeerders zijn vanzelf direct betrokken bij het bedrijf of bij de particuliere geldvrager.

Geldgevers

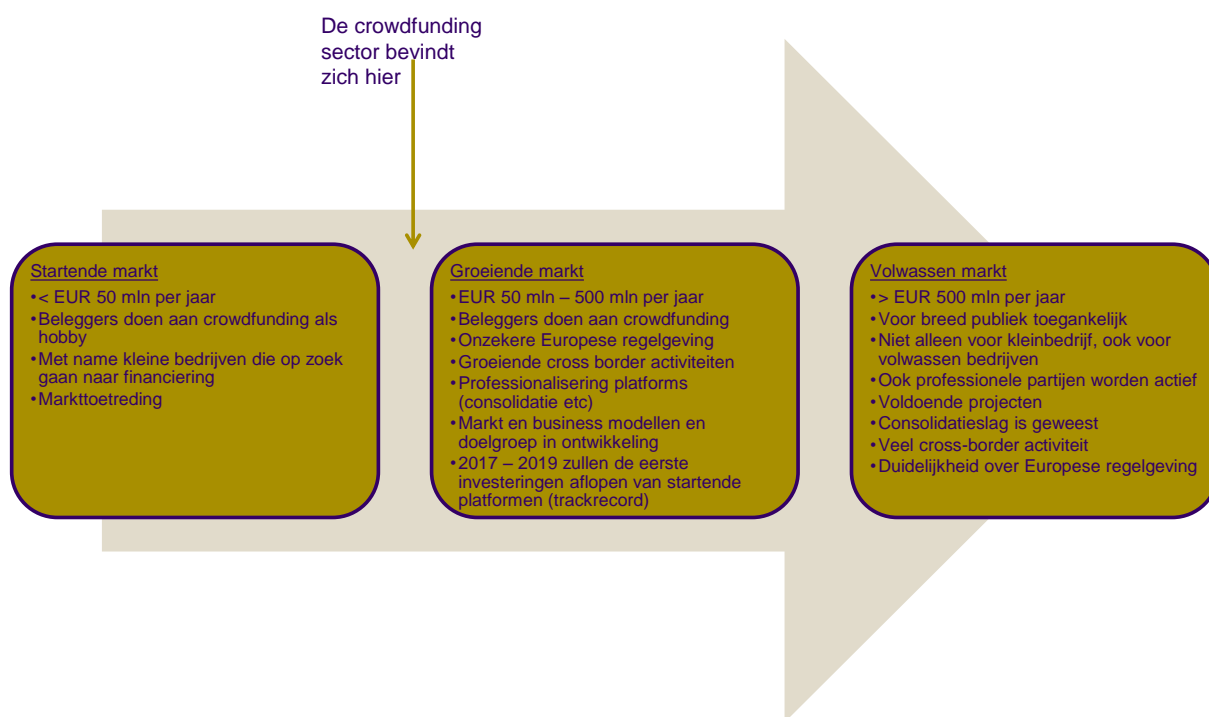
De geldgevers bij crowdfunding zijn veelal particuliere beleggers, die verschillende redenen kunnen hebben om voor deze vorm van investeren te kiezen, waaronder:

- Het leuk, aantrekkelijk of leerzaam vinden om via crowdfunding te investeren;
- Eenvoudige en directe toegang tot financiering van start-ups en bestaand MKB;
- Het rendement aantrekkelijk vinden;
- Op een bijzondere manier betrokken zijn bij de doelstelling van de geldvrager en/of hun inleg voor een deel als een gift zien

Uit het AFM Consument&Panel blijkt dat de gemiddelde geldgever een relatief hoog opgeleide man is met een bovengemiddeld hoog vermogen. Hierbij merken we op dat het panel geen representatieve steekproef is en de totale groep van geldgevers onderling zal verschillen.

2. Ontwikkeling crowdfundingmarkt

De crowdfundingmarkt is op dit moment nog beperkt qua omvang, maar maakt een sterke groei door. De AFM schat in dat de crowdfundingsector zich momenteel bevindt aan het einde van de startende markt. Wij verwachten dat de komende jaren sprake zal zijn van sterke groei, mogelijk (maar niet zeker) in de richting van een volwassen markt. De fases zijn bepalend voor de ontwikkeling van de risico's en de randvoorwaarden die nodig zijn om deze risico's te adresseren en tevens zijn zij een basis voor de visie van de AFM op toezicht op de groeiende sector. Hieronder staan (onze verwachtingen omtrent) de groeifases voor de crowdfundingsector beschreven.



2.1. Observaties startende markt

De markt van crowdfunding maakt in Nederland een sterke groei door. Dit geldt voor het aantal platforms, het aantal projecten en de omvang van het opgehaalde bedrag door middel van crowdfunding.

Sector

Met name in 2014 zijn veel nieuwe platforms toegetreden tot de markt (19). Op dit moment zijn 24 crowdfunding platforms door de AFM gereguleerd² en er zijn nog circa 5 aanvragen in behandeling bij de AFM. Er zijn 2 *equity based* platforms op de markt actief, 17 *loan based* ondernemingen platforms en 5 *loan based* particulieren platforms. Eén *loan based* platform is ook actief in Duitsland. Het grootste *loan based* platform van Nederland is recent overgenomen door een Zweedse partij.

Op basis van de informatie die de AFM van gereguleerde platforms heeft ontvangen dan wel heeft afgeleid van de websites van gereguleerde platforms, ontstaat het volgende beeld over de markt³.

Categorie	Totaal cumulatief verstrekt (EUR)	Verstrekt 2013 (EUR miljoen)	Verstrekt 2014 (t/m okt) (EUR miljoen)	Totaal cumulatief aantal projecten	Totaal cumulatief aantal leningdelen ⁴	Gemiddelde grootte leningdeel (EUR)	Gemiddelde project grootte (EUR)
Consumenten	4,0M	1,6M	1,9M	89	3.671	1.093	45.088
MKB	42,8M	15,7M	22,6M	466	48.479	883	91.831
Start up	2,7M	0,5M	2,2M	55	5.950	455	49.244
Totaal	49,5M	17,8 M	26,7M	610	58.100	852	81.175

Wij verwachten dat over heel 2014 voor ongeveer EUR 37 miljoen aan financiering verstrekt zal worden met crowdfunding. Dit komt overeen met een groei van ruim 100% in 2014 ten opzichte van 2013.

² <http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx?type=%7B3AB49ED8-34AB-404D-B94B-BFD742D11E99%7D>

³ In de tabel zijn alleen die platforms opgenomen die door de AFM zijn gereguleerd. Momenteel hebben 24 platforms een ontheffing/vergunning en 11 hiervan hebben momenteel projecten uitstaan. Van de door de AFM gereguleerde platforms is een beperkte hoeveelheid data beschikbaar omdat de meeste platforms pas in 2014 zijn gestart.

⁴ Een leningdeel is een investering van een geldgever. Voorbeeld: bij een crowdfunding project van in totaal EUR 100.000 hebben 100 geldgevers allemaal EUR 1.000 geïnvesteerd. Dit project heeft dan 100 leningdelen en de gemiddelde grootte van een leningdeel is EUR 1.000

Platforms

Wij hebben, voor zover beschikbaar, gekeken naar de jaarrekeningen en de tussentijdse cijfers van een aantal actieve crowdfundingplatforms. Hierbij valt op dat de omzet van de meeste platforms sterkt stijgt, maar dat de omzet vaak nog niet voldoende is om alle kosten te dekken. Een aantal platforms is inmiddels winstgevend, maar de meeste platforms zullen naar verwachting nog een aantal jaar nodig hebben om winstgevend te worden.

Geldvragers en geldgevers

Crowdfunding is nog relatief onbekend bij geldvragers. Voor platforms is het niet eenvoudig om kwalitatief goede projecten aan te trekken. De grootste groep geldvragers bestaat uit relatief kleine bedrijven. De geldgevers zijn zich vaak nog niet volledig bewust zijn van de risico's die met crowdfunding gepaard gaan.

Internationaal

Sommige crowdfunding platforms starten voorzichtig met verkennende grensoverschrijdende activiteiten. Zo zijn er enkele Europese crowdfunding platforms die zich (gaan) richten op de Nederlandse markt en vice versa. Lidstaten hanteren een verschillende aanpak waar het (toezicht op) crowdfunding betreft. Er bestaat onduidelijkheid over de consistente toepassing van regelgeving.

2.2. Verwachtingen groeimarkt ⁵

Verwachtingen t.a.v. sector

De AFM verwacht dat in eerste instantie het aantal platforms dat de crowdfunding markt wil toetreden nog zal toenemen en dat er ook platforms zullen komen die mogelijk willen voorzien in een secundaire markt, waarop de leningen en/of aandelen verhandeld kunnen worden. Het is niet uitgesloten dat nog meer buitenlandse crowdfunding platforms zich op de Nederlandse markt zullen begeven. In de groeimarkt bedraagt de jaarlijkse verstrekte financiering ongeveer tussen de 50 en 500 miljoen Euro.

⁵ Op dit moment is nog geen substantiële hoeveelheid data beschikbaar, op basis waarvan duidelijke trends vastgesteld kunnen worden. De verwachtingen zijn gebaseerd op schriftelijke bronnen en verschillende gesprekken met buitenlandse toezichhouders, marktspelers en adviseurs.

De concurrentie tussen de platforms wordt naar verwachting steeds groter, naarmate er meer crowdfundingplatforms toetreden tot de Nederlandse markt. Na verloop van tijd zal het aantal nieuwe partijen dat tot de markt toetreedt stagneren door verzadiging van de markt.

Verwachtingen t.a.v. platforms

In een groeiende markt verschillen de platforms nog in grootte en in mate van professionaliteit van bedrijfsvoering. Om te overleven is het noodzakelijk om zich te differentiëren en om mee te gaan in de professionaliseringsslag die de sector doormaakt. Wat deze professionaliseringsslag behelst, wordt onder meer gestuurd door de marktwerking en door de regelgeving. De succesvolle actieve platforms zullen winstgevend worden en verlieslijdende platforms zullen langzaam de markt verlaten.

De eerste (verkennde) stappen ten aanzien van samenwerking tussen platforms en traditionele financieringspartijen zoals banken worden gezet.

Verwachtingen t.a.v. geldgevers en geldvragers

De AFM verwacht dat in de groeimarkt de grootste groep geldgevers bestaat uit bovengemiddeld vermogende investeerders. Zij zijn niet afhankelijk van de financiële resultaten van de crowdfunding activiteiten. De eerste (verkennde) stappen worden gezet naar verbreding van de groep geldgevers naar professionele investeerders aan de ene kant van het spectrum en minder ervaren retail investeerders aan de andere kant. De minder ervaren investeerder is zich nog niet volledig bewust van de risico's die met crowdfunding samenhangen. De nadruk ligt op de positieve aspecten, zoals innovatie,

Gegeven het feit dat de meeste platforms sinds 2014 zijn gestart en dat investeringen een gemiddelde looptijd hebben van 5 jaar, verwachten wij dat rond 2020 duidelijk zal zijn in hoeverre crowdfunding succesvol is geweest bij het realiseren van rendementen voor de geldgevers. Zodra er meer duidelijkheid is over onder andere het default risico bij de verschillende platforms, zullen mogelijk ook meer professionele partijen instappen om te investeren.

Verwachtingen t.a.v. internationale ontwikkelingen

Europese instanties (EC, ESMA, EBA) hebben een aantal verkenningen gedaan over crowdfunding en het wettelijk kader. De lijn die vooralsnog gevolgd is, is dat de bestaande wet- en regelgeving

consistent toegepast moet worden door de lidstaten, dat monitoring van de markt van belang is, maar dat vooralsnog geen nieuwe regelgeving ontwikkeld wordt.

Naar verwachting zullen er meer activiteiten gaan plaatsvinden ten aanzien van Europese regelgeving voor crowdfunding.

2.3. Verwachtingen volwassen markt ⁶

Verwachtingen t.a.v. de sector

In de volwassen markt heeft een consolidatieslag plaatsgevonden. Een kleiner aantal grotere platforms is actief, waarvan een aantal buitenlandse. De platforms hebben allemaal een professionaliseringslag doorgemaakt. Met de toename van de kennis en ervaring op het gebied van crowdfunding, neemt het aantal projecten en de grootte van de projecten toe.

Verwachtingen t.a.v. geldgevers en geldvragers

In de volwassen markt is de actieve doelgroep van crowdfunding platforms verbreed naar het gehele spectrum aan beleggers, van onervaren retail beleggers naar professionele investeerders. Tevens zullen naast het kleinbedrijf ook midden en groot bedrijven financiering vragen via crowdfunding.

Verwachtingen t.a.v. internationale ontwikkelingen

Er blijven grensoverschrijdende activiteiten van crowdfunding platforms waarneembaar. Het is niet duidelijk of er ook sprake zal zijn van een grote internationale crowdfunding sector dan wel een verzameling van nationale crowdfunding sectoren.

De AFM verwacht dat in de volwassen markt duidelijkheid zal bestaan of Europese regelgeving specifiek voor de crowdfunding markt ontwikkeld zal worden en zo ja, hoe deze regelgeving eruit zal komen te zien.

⁶ Op dit moment is nog geen substantiële hoeveelheid data beschikbaar, op basis waarvan duidelijke trends vastgesteld kunnen worden. De verwachtingen zijn gebaseerd op schriftelijke bronnen en verschillende gesprekken met buitenlandse toezichhouders, marktspelers en adviseurs.

2.4. Samenvatting - indicatoren voor de groei- en volwassen markt

Op basis van bovenstaande beschrijving van de toekomstige markt heeft de AFM onderstaand schema opgesteld met mogelijke marktindicatoren. Deze indicatoren kunnen de AFM helpen om te bepalen in welke fase de markt zich bevindt, dan wel binnen afzienbare tijd zal gaan bevinden. Deze lijst is niet definitief en niet limitatief. De AFM kan niet voorzien hoe de groei zich uiteindelijk zal ontwikkelen, omdat er ook andere factoren van belang kunnen zijn die wij niet hebben voorzien. In hoofdstuk 7 wordt beschreven op welke wijze de AFM onderstaande variabelen kan meten en de markt kan monitoren.

Indicator	Groeimarkt	Volwassen markt
Volume markt	Verstreckte financiering aan geldvragers is EUR 50 mln – 500 mln per jaar.	Verstreckte financiering aan geldvragers is > EUR 500 mln per jaar.
Typering projecten	Aantal projecten 700 - 7.000 per jaar.	Aantal projecten > 7.000 per jaar. De omvang van de grootste projecten komen in de buurt van de prospectusplicht van EUR 2.500.000.
Typering platforms	Meeste platforms zijn zelfstandig en de markt is gefragmenteerd. Platforms opereren voornamelijk nationaal.	Er heeft een consolidatieslag plaatsgevonden en een aantal grote platforms heeft samenwerkingsverbanden met andere financiële instellingen. Platforms opereren internationaal.
Typering geldgevers	Meeste geldgevers zijn consumenten en doen aan crowdfunding als hobby en hebben ervaring in beleggen.	Meeste geldgevers doen aan crowdfunding om een aantrekkelijk rendement te behalen. Professionele partijen zijn ook actief als geldgever.
Typering geldvragers	Grotendeels consumenten, start-ups en kleine ondernemingen die crowdfunding gebruiken als alternatief voor traditionele financiering.	Ook (middel)grote bedrijven beschouwen crowdfunding als een volwaardig alternatief om in hun financieringsbehoefte te voorzien.

3. Visie van de AFM t.a.v. (toezicht op) crowdfunding

3.1. Visie AFM t.a.v. crowdfunding

De AFM juicht het toe dat nieuwe initiatieven als crowdfunding worden ontplooid. Deze voorzien in een maatschappelijke behoefte, zoals financiering voor het midden- en kleinbedrijf en hebben de potentie om een zeer nuttige rol op de financiële markten te vervullen.

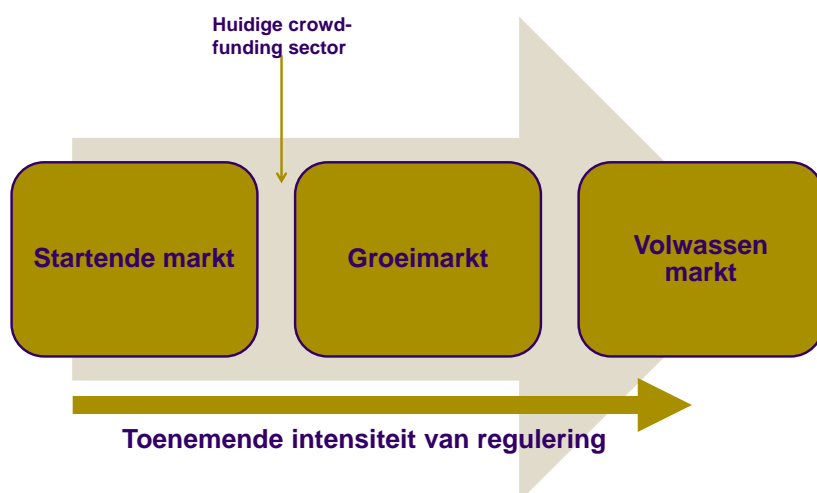
Wij vinden het belangrijk dat de crowdfundingsector in staat wordt gesteld op een duurzame manier te groeien. Dat betekent dat ze voldoet aan een aantal randvoorwaarden, zoals professionele platforms, een minimumniveau aan transparantie, een bepaalde mate van bescherming van de geldgever en geldvrager en samenwerking tussen de platforms. Als aan deze randvoorwaarden wordt voldaan, dan worden ook de aan crowdfunding gerelateerde risico's op de juiste wijze geadresseerd. De sector speelt hierin een belangrijke rol.

3.2. Visie t.a.v. toezicht op crowdfunding

De sector is in ontwikkeling en het is onze verwachting dat crowdfunding met de groei van de sector steeds meer verschillende gebruikers zal krijgen, de markt zal consolideren en de spelers zullen groeien in professionaliteit. De AFM verwacht ook dat de internationale regelgeving zich in de komende jaren verder zal ontwikkelen.

Wij adviseren om (de intensiteit van) de wet- en regelgeving en het toezicht mee te laten groeien met de ontwikkeling van de markt. Dit biedt de kans om passende regelgeving te maken, die rekening houdt met de onzekerheden van een markt die sterk in ontwikkeling is. Daarnaast stimuleert het de markt om in fases toe te groeien naar een duurzame en volwassen sector. De AFM maakt om die reden onderscheid tussen drie scenario's van marktgroei: de startende markt, de groeimarkt en de volwassen markt.

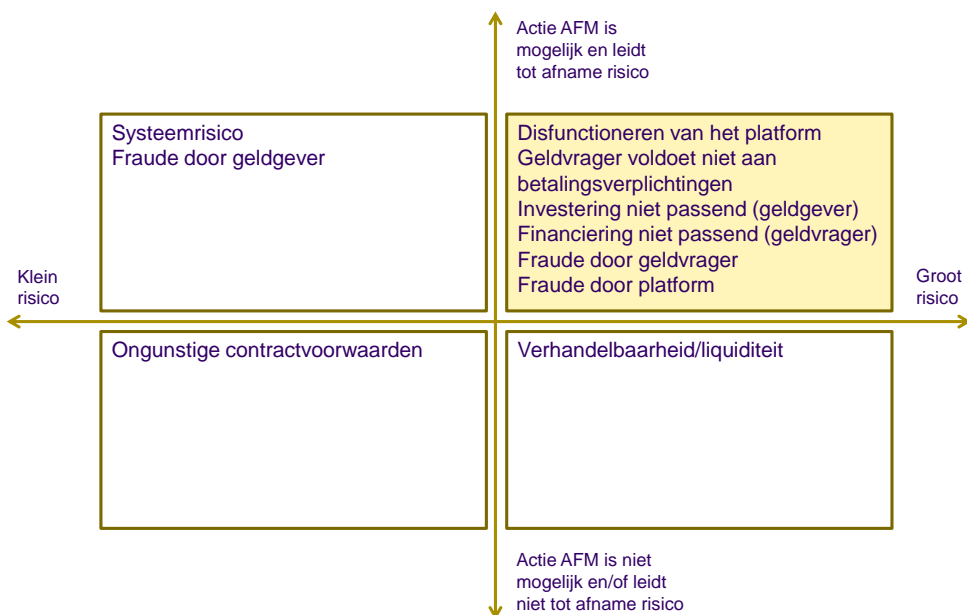
Per scenario is het van belang om proportioneel invulling te geven aan het wettelijk kader en het toezicht van de AFM. Hiermee wordt voorkomen dat de regelgeving een verstikkende werking op de markt heeft.



4. Identificeren en prioriteren risico's

Zoals iedere investering/financieringsvorm kent ook crowdfunding risico's. De AFM is een risicogeoriënteerde toezichthouder en risico's zijn voor ons het vertrekpunt voor het bepalen van een passende toezichtstrategie en regulerend kader voor crowdfunding. In totaal heeft de AFM op basis van verschillende rapporten, signalen uit de markt en uit de gesprekken met platforms 10 risico's geïdentificeerd. Deze risico's kunnen zich voordoen bij of impact hebben op de verschillende actoren van crowdfunding.

Wij geven aan 6 van deze risico's prioriteit in dit rapport en hebben deze prioritering gebaseerd op enerzijds de kans dat deze risico's zich zullen materialiseren en de impact van deze risico's. Dit wordt in onderstaande tabel als 'groot' of klein 'risico' aangeduid. Anderzijds staat aangegeven bij welke risico's actie door de AFM mogelijk is en kan leiden tot afname van het risico (kans en/of impact). In onderstaand schema heeft de AFM haar prioritering van deze 10 risico's weer gegeven.



4.1. Groot risico, actie AFM is mogelijk en kan leiden tot afname risico

Onderstaand worden de 6 geprioriteerde risico's toegelicht. Deze schatten wij in als grote risico's, waarbij actie van de AFM mogelijk is en kan leiden tot afname van het risico.

Disfunctioneren van het platform

Hiermee wordt het risico dat een platform disfunctioneert als gevolg van (tijdelijk) operationeel falen of een faillissement bedoeld.

Operationeel falen

Omdat crowdfunding vrijwel volledig online gebeurt en de meeste platforms afhankelijk zijn van een goede ICT structuur voor de administratie, is de kans op ICT problemen reëel en kan dit impact hebben op geldgevers en geldvragers. Omdat vele kleine bedragen worden geïnvesteerd, is de administratie van met name de geldstromen een geautomatiseerd en complex proces. Door ICT-problemen kan de lopende projectfinanciering (tijdelijk) in gevaar komen en kan bijvoorbeeld de terugbetaling van gelden tijdelijk niet doorgaan. Zowel geldvrager als geldgevers kunnen hierdoor schade leiden en ook de continuïteit van het platform zelf kan in gevaar komen.

Faillissement

De impact van een faillissement is voor zowel het platform als voor de geldgevers en geldvragers groot. De geldstromen tussen geldvragers en geldgevers kunnen via een Stichting Derdengelden lopen of via het platform zelf. De administratie van de rechten en verplichtingen wordt bij crowdfunding door de platforms zelf uitgevoerd. Omdat investeren vrijwel anoniem geschiedt, weten geldvragers niet aan wie zij geld schuldig zijn. Het risico bestaat dat deze administratie bij faillissement niet meer beschikbaar is en dit heeft een impact op de geldstroom tussen de geldvrager en de geldgever. De kans op faillissement van platforms acht de AFM reëel, gezien de groeiemarkt met veel relatief nieuwe platforms en aanzienlijke concurrentie en gezien het verdienmodel van de platforms dat veelal gebaseerd is op eenmalige initiële opbrengsten (succes-fee).

Geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen

Zoals iedere vorm van investeren gaat ook investeren door middel van crowdfunding gepaard met het risico dat de verwachte opbrengst niet wordt gehaald met als gevolg dat de geldgever geen

rendement verkrijgt of zelfs de gehele inleg of het uitgeleende bedrag verliest. Crowdfunding heeft echter specifieke kenmerken die de kans hierop kunnen vergroten.

De projecten bij crowdfunding worden vaak geïnitieerd door startende ondernemingen zonder track record, waarbij de kans van faillissement of achterblijven in betaling groter is. Op dit moment hebben de meeste platforms zelf ook nog geen track record op basis waarvan de AFM of de geldgever kan vaststellen hoe goed de screening werkt, wat het netto rendement is en of het platform in staat is om het percentage niet-nagekomen betalingsverplichtingen te beheersen. Indien een platform niet-kredietwaardige projecten op haar platform toelaat, zal dit zich uiteindelijk vertalen in het niet nakomen van betalingsverplichtingen. Op de lange termijn kan dit ook een negatief effect hebben op de reputatie van het platform.

Investing is niet passend (voor de geldgever)

De kans is relatief groot dat de geldgever geld uitleent aan of investeert in een project waarvan het risicoprofiel niet voldoende past bij zijn of haar financiële situatie en/of risicobereidheid. Een niet passende investering kan als gevolg hebben dat de geldgever in het geval van het (gedeeltelijk of geheel) falen van het project, (onverwacht) meer geld verliest dan hij kan of wil dragen.

De AFM vermoedt dat met name particuliere investeerders zich onvoldoende bewust zijn van de risico's die gepaard gaan met investeren via crowdfunding. Bij crowdfunding is de drempel om te investeren relatief laag, onder andere door de online toegankelijkheid. Omdat er sprake is van informatie-asymmetrie tussen de geldvrager en de geldgever, baseren geldgevers hun beslissing mogelijk volledig op de screening van de platforms zelf, die op dit moment niet altijd voldoende basis is om een passend investeringsbesluit op te nemen.

Financiering is niet passend (voor de geldvrager)

Bij crowdfunding bepaalt de geldvrager zelf hoeveel financiering nodig is. Bij start up ondernemingen is het van te voren lastig in te schatten hoeveel geld er nodig is om een onderneming te starten. Qua vorm kan de financiering niet passend zijn voor de geldvrager, omdat er voor hem bijvoorbeeld in een beginstadium een te grote aflossingsverplichting is voor een startend project met een in eerste instantie beperkte cash flow.

De impact van overfinanciering en niet passende financiering van de geldvrager is groot voor geldgevers, geldvragers en het platform. De geldvrager kan namelijk al snel in betalingsproblemen

komen of zelfs in staat van faillissement geraken. Geldgevers zullen hier de dupe van worden omdat er minder of geen rendement wordt gemaakt. Bovendien kan dit bij herhaling een negatieve impact hebben op de reputatie van het platform.

De AFM acht de kans dat een ondernemer een niet-passende financiering ontvangt reëel -zowel qua hoogte als qua vorm van de financiering- omdat hij via crowdfunding soms relatief makkelijk financiering verkregen kan worden. Er bestaan geen regels voor kleinbedrijven om te voorkomen dat teveel krediet wordt gevraagd. Ook wordt deze geldvrager doorgaans niet bijgestaan door een adviseur die de passendheid van de financiering voor de geldvrager kan vaststellen.

Fraude door geldvrager

De geldvrager heeft wanneer hij gelden aantrekt een informatievoorsprong op het platform en op de geldgevers. De geldvrager kan, wetende dat het platform zelf geen kredietrisico loopt, proberen door de screening van het platform te komen. Hij kan relevante informatie verzwijgen of onjuiste of misleidende informatie verstrekken en daarmee geldgevers op onjuiste gronden over te halen om te investeren. Als gevolg hiervan wordt het geld van geldgevers anders besteed dan beoogd en/of presteren projecten mogelijk minder goed dan de geldgever op basis van de gegeven informatie had kunnen verwachten.

De AFM acht de kans reëel dat malafide geldvragers via crowdfunding gelden ophalen en na storting het geld verduisteren, mede gezien de in verhouding tot het bankwezen relatief beperkte screening. Wanneer geldvragers de gelden verduisteren zijn investeerders hun inleg geheel of gedeeltelijk kwijt. Tussen platforms wordt nog geen informatie uitgewisseld over fraudegevallen en platforms zijn ook niet aangesloten op een systeem dat fraudeurs registreert.

Fraude door platform

Ook het platform zelf kan frauderen. Het kan gelden van geldgevers naar geldvragers en vice versa niet doorstorten of fictieve projecten op het platform plaatsen om zo geld van geldgevers fraudeleus ontvangen. Het gevolg van fraude door het platform is dat geldvragers hun benodigde gelden niet ontvangen en geldgevers mogelijk hun geld kwijtraken en/of rendement mislopen.

Een groeiende markt, waar minder borgingsmechanismen aanwezig zijn dan in een volwassen markt, is toegankelijker voor frauderende platforms. Het online karakter maakt de kans groter om fictieve

projecten te plaatsen. De gevolgen voor de reputatie en vertrouwen in de crowdfundingmarkt zijn groot.

4.2. Groot risico, actie AFM is niet mogelijk en/of leidt niet tot afname risico

Verhandelbaarheid/ liquiditeit (geen secundaire markt)

Bij *equity based* crowdfunding zijn investeringen in principe verhandelbaar. Bij *loan based* crowdfunding is sprake van financiering in de vorm van doorgaans annuïtaire leningen, waarbij de verhandelbaarheid geen doel op zich is. Omdat de huidige markt qua aantal investeerders nog relatief klein is, zijn er op dit moment ook nog geen partijen die een secundaire markt onderhouden. Dit betekent dat de geldgevers gedurende de looptijd aan hun financiële instrumenten of leningen vast zitten. Dit kan bijvoorbeeld bezwaarlijk zijn op het moment dat de financiële situatie van de geldgever verandert.

De AFM voorziet dat zich in de groeiende markt de liquiditeit bij *equity-based* crowdfunding zal verbeteren. Wij verwachten dat platforms verhandelbaarheid zelf zullen faciliteren of dat handelsplatforms zich op de markt zullen begeven om in deze behoefte te voorzien.

4.3. Klein risico, actie AFM is mogelijk en kan leiden tot afname risico

Systeemrisico

Wanneer de crowdfundingmarkt groeit en meer verweven raakt met financiële instellingen, kan het gebeuren dat problemen in de crowdfunding markt overslaan naar de financiële instellingen en zelfs naar de reële economie, zoals dat nu al bij banken kan gebeuren. Issues bij crowdfunding kunnen dan leiden tot een bredere vertrouwenscrisis.

Dit risico zal zich pas manifesteren op het moment dat het aandeel van de crowdfundingsector aanzienlijk groter is dan op dit moment. Om die reden acht de AFM dit risico op dit moment klein.

Fraude door geldgever

Geldgevers kunnen crowdfundingplatforms gebruiken om geld wit te wassen. In de praktijk is de mogelijkheid om cash geld bij een crowdfundingplatform te investeren klein, omdat geldgever over een Nederlandse bankrekening dienen te beschikken en alleen via bank overschrijvingen wordt

gewerkt. Gereguleerde banken dienen de klant te identificeren. De AFM acht dit risico op dit moment klein.

4.4. Klein risico, actie AFM is niet mogelijk en/of leidt niet tot afname risico

Ongunstige contractvoorwaarden

De voorwaarden van crowdfunding contracten worden opgesteld door de platforms. De kans bestaat dat de voorwaarden zodanig zijn opgesteld dat ze nadelig zijn voor geldgevers en/of geldvragers. Een voorbeeld is wanneer er door het platform kosten in rekening worden gebracht die onredelijk hoog zijn en waarover vooraf geen duidelijkheid is gegeven. Zolang er voldoende transparantie is over de contractvoorwaarden en geldgevers en geldvragers een keuze hebben om al dan niet akkoord te gaan met bepaalde voorwaarden, is dit een klein risico.

5. Randvoorwaarden voor duurzame crowdfunding

Per geprioriteerd risico is geanalyseerd welke randvoorwaarden van belang zijn om de geprioriteerde risico's te beheersen en een duurzame crowdfundingsector te accommoderen. Het gaat hier om de risico's die in hoofdstuk 4 als groot en waarvan actie van de AFM mogelijk is en kan leiden tot een afname van het risico. De randvoorwaarden zijn in lijn met de missie en doelstellingen van de AFM. De sector heeft de hoofdverantwoordelijkheid om aan deze randvoorwaarden te voldoen en de AFM houdt toezicht op de uitvoering.

Voor elke randvoorwaarde staat in dit hoofdstuk uitgewerkt waar (de spelers op) de markt van crowdfunding aan moeten voldoen zodat deze markt naar een duurzame en goed functionerende markt kan toegroeien. In de volwassen markt wordt de dienst aangeboden aan een breed publiek, zijn er voldoende projecten, en de actieve platforms zijn volwassen spelers in de markt. Platforms zijn professioneel, integer en gericht op continuïteit, er is een minimum aan transparantie, er is een minimumbeschermingsniveau voor geldgevers en geldvragers en er is samenwerking en informatie-uitwisseling tussen de platforms. Deze randvoorwaarden zullen ervoor zorgen dat de geprioriteerde risico's acceptabel zijn of worden gemitigeerd tot een voor de AFM acceptabel niveau.

Onderstaande tabel vat samen hoe de verschillende randvoorwaarden bijdragen aan het mitigeren van de 6 geprioriteerde risico's (groot en actie van de AFM is mogelijk en kan leiden tot een afname van het risico).

	Disfunctioneren van het platform	Geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen	Investing is niet passend (geldgever)	Financiering is niet passend (geldvrager)	Fraude door platform	Frauderisico geldvrager door
Platforms zijn professioneel, integer en gericht op continuïteit	X	X			X	X
Er is een minimum aan transparantie		X	X	X	X	X
Er is een minimumbeschermingsniveau voor geldgevers			X			X
Er is een minimumbeschermingsniveau voor geldvragers	X	X		X		
De crowdfundingsector als geheel neemt haar verantwoordelijkheid (of er is samenwerking en uitwisseling tussen de platforms)		X			X	X

Randvoorwaarde 1: Platforms zijn professioneel, integer en gericht op continuïteit

Grijpt aan bij de risico's: 'disfunctioneren van het platform', 'geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen', 'fraude door geldvrager' en 'fraude door platform'.

Aangezien de platforms een spilfunctie vervullen in het crowdfundingproces, ligt er voor de platforms een centrale rol bij het mitigeren van (de gevolgen van) bovenstaande risico's. De professionaliteit, integriteit en toekomstgerichtheid van platforms zijn daarom cruciaal voor een duurzame crowdfundingsector. De volgende aandachtspunten zijn hiervoor van belang.

Om de risico's van het disfunctioneren van het platform te adresseren, zijn er voldoende waarborgen voor de continuïteit van het platform. De platforms hanteren een integere en professionele bedrijfsvoering om de risico's van het 'disfunctioneren van het platform' en de 'fraude door het platform' te adresseren. De ICT-systemen zijn van goede kwaliteit en worden voldoende gemonitord en beveiligd. Ook de administratie van rechten en plichten van geldgever en geldvragers bij faillissement van het platform zijn geborgd. Wij verwachten dat platforms hun bedrijfsvoering zo hebben ingericht dat betalingen tussen geldvragers en geldgevers door kunnen gaan, ook als het platform zelf tijdelijk of permanent niet meer haar rol vervult.

Het businessmodel is zodanig ingericht dat het platform doorlopend voldoende cash flow heeft om haar dienstverlening (niet alleen initiële matchingskosten, maar ook doorlopende administratiekosten) te kunnen blijven aanbieden, ook wanneer er minder nieuwe projecten via het platform worden aangeboden. Tevens zijn het businessmodel en de bedrijfsvoering zo ingericht dat het platform kwalitatief goede projecten selecteert en geen prikkel heeft om minder goede projecten aan te nemen met het oog op de initiële opbrengst die dit oplevert.

Ten slotte is een goede (doorlopende) screening ook onderdeel van de werkzaamheden van een platform. De screening richt zich op het detecteren van fraude, en de risico-inschatting ten aanzien van de haalbaarheid van projecten en de kredietwaardigheid van de geldvrager aan het begin, maar ook gedurende de looptijd van het project. Hiermee wordt de kans verkleind dat gefinancierde projecten falen of dat geldvragers frauderen, hun betalingsverplichtingen niet kunnen nakomen of failliet gaan.

Randvoorwaarde 2: Er is een minimum aan transparantie

Grijpt aan bij de risico's: 'geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen', 'investering is niet passend (voor de geldgever)', 'financiering is niet passend (voor de geldvrager)', 'fraude door geldvrager' en 'fraude door platform'.

Transparantie is belangrijk om de deelnemer aan een financiële activiteit in staat te stellen passende keuzes te maken. In de volwassen markt verstrekken geldvragers en platforms informatie op zo'n manier dat die daadwerkelijk leidt tot inzicht bij de ontvangende partij (geldvragers en geldgevers). Deze transparantie reduceert het risico van niet-passendheid van financiering of investering. Daarnaast worden de risico's van fraude en het risico dat de geldvrager niet voldoet aan de betalingsverplichtingen gereduceerd, omdat het enerzijds leidt tot beter doordachte business cases en anderzijds een afschrikkende werking heeft op partijen die fraude willen plegen. De volgende aandachtspunten zijn van belang.

De verstrekte informatie is voldoende, juist, evenwichtig en begrijpelijk, zodat de ontvanger een weloverwogen beslissing kan nemen. De informatie is '*behapbaar*' voor de ontvanger en de informatieverstrekking kost de geldvragers en platforms niet onevenredig veel geld. Om deze reden spreekt de AFM van een *minimumniveau* van transparantie.

Een platform verstrekt informatie over de voor- en nadelen van crowdfunding. Het platform maakt deelnemers op haar website en in haar reclame-uitingen doorlopend bewust van de risico's die met een investering gepaard gaan.

Het crowdfundingplatform is transparant over haar dienstverlening. Het platform verschaft informatie over wat inbegrepen is in de dienstverlening, tegen welke voorwaarden en kosten de dienstverlening wordt geleverd, welke informatie wel en niet wordt verstrekt en wat de screening wel en niet doet.

Informatie wordt verstrekt over de implicaties van de specifieke crowdfunding-overeenkomst. Deze informatieverstrekking leidt tot inzicht bij geldgevers in de voorwaarden en risico's van investeren via crowdfunding in het specifieke project en de bijbehorende crowdfunding-overeenkomst. Hierbij valt te denken aan risicoprofiel van het project en de geldvrager en aan aflossingsverplichtingen, maar bijvoorbeeld ook aan de (on)mogelijkheden om de financiering tijdens de looptijd bij te stellen.

Randvoorwaarde 3: Er is een minimumbeschermingsniveau voor geldgevers

Grijpt aan bij de risico's: 'investering is niet passend (voor de geldgever)' en 'fraude door geldvrager'.

Transparantie kan voorkomen dat geldgevers met crowdfunding een niet passende investering aangaan. Beleggerseducatie gericht op de specifieke risico's van crowdfunding kan voorkomen dat geldgevers een contract aangaan dat niet passend is. Niet alle geldgevers zijn echter in staat om op basis van informatie een goede inschatting te maken van de gevolgen van een investering.

Transparantie alleen zal daarom niet voldoende zijn om voorzienbare teleurstellingen voor geldgevers te beperken. De volgende aandachtspunten zijn van belang.

Aangezien platforms geen adviserende rol hebben richting geldgevers is de zorgplicht die met advies gepaard gaat niet aan de orde bij crowdfunding. Voor geldgevers die toch advies willen inwinnen is er in een volwassen markt toegang tot specifieke 'crowdfunding adviseurs' die hen hierin begeleiden. Platforms stellen daarnaast een toets beschikbaar voor de geldgevers, waarmee zij kunnen nagaan of (zelfstandig) investeren in een specifiek project via crowdfunding passend voor hen is. Dit adresseert het risico voor geldgevers op een niet passende investering.

In het geval van verlies als gevolg van fraude door geldvragers is een financiële compensatie voor geldgevers door de platforms onderdeel van een minimumbeschermingsniveau voor geldgevers. Het risico op fraude door geldvragers wordt immers door transparantie op zichzelf onvoldoende

gemitigeerd. De primaire verantwoordelijkheid voor het detecteren van fraude ligt bij de platforms. Van de geldgevers kan (in tegenstelling tot de platforms) niet verwacht worden dat zij de middelen en (mogelijk de) inzichten hebben om fraude te ontdekken bij geldvragers. Bij verlies als gevolg van een andere oorzaak ligt compensatie niet voor de hand, omdat dergelijke voorvallen inherent zijn aan investeren. Compensatie kan in die gevallen juist leiden tot moral hazard: de geldgever is minder kritisch bij zijn investeringskeuze omdat hij weet dat er een financieel vangnet is.

Randvoorwaarde 4: Er is een minimumbeschermingsniveau voor geldvragers

Grijpt aan bij risico's: 'financiering is niet passend (voor geldvrager)', 'geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen' en 'disfunctioneren van het platform'.

Het belang van deze randvoorwaarde is gelegen in het adresseren van het risico dat de gehele sector loopt indien de financiering niet passend is voor de geldvrager. Een voorbeeld van niet passende financiering zijn start-ups die met een annuïtaire lening in een beginfase met beperkte cash flow een te grote aflossingsverplichting kunnen hebben. Wanneer dit risico zich manifesteert, heeft dat direct effect op de kredietwaardigheid van de geldvrager en daarmee indirect op de investering van de geldgever. Ook is een negatief effect op de reputatie van het platform niet uit te sluiten. De kans dat een financiering niet passend is, is substantieel, omdat hier geen natuurlijke prikkel voor is voor het platform, dat immers geen risicodrager is. De crowd, die wel risicodrager is, is onvoldoende in staat om deze toets te doen. De volgende aandachtspunten zijn van belang.

In de volwassen sector besteedt het platform gericht aandacht aan de bescherming van de geldvragers door de business case en de betalingscapaciteit van de geldvrager te screenen en past het eigen acceptatiebeleid hierop aan. Het geeft niet alleen aandacht aan de hoogte van de financiering, maar ook het type financiering. Daarnaast is er binnen de sector toegang tot specifieke 'crowdfunding adviseurs' die geldvragers kunnen adviseren bij hun financieringsplan.

Daarnaast stelt het platform ook een passendheidstoets in werking die de geldvrager bewust maakt van de passendheid ten opzichte van het individuele profiel. Ook hierbij wordt aandacht besteed aan de hoogte en het type van de financiering.

Randvoorwaarde 5: Er is samenwerking en informatie-uitwisseling tussen de platforms

Grijpt aan bij alle risico's: 'geldvrager voldoet niet aan betalingsverplichtingen', 'fraude door platform' en 'fraude door geldvrager'

Samenwerking en informatie-uitwisseling tussen platforms kan de bestendinging van bovenstaande randvoorwaarden versnellen en versterken. Platforms kunnen elkaar onderling ook scherp houden, en waar nuttig informatie uitwisselen en met elkaar samenwerken om zo een sectorbreed kwaliteitsniveau te bereiken en te borgen. De volgende aandachtspunten zijn van belang.

De platforms wisselen onderling informatie uit over mogelijke fraudegevallen door geldgevers en andere platforms om te voorkomen dat geldgevers met frauduleuze intenties van het ene platform naar het andere platform over kunnen stappen. Zij doen hiervan ook melding bij de AFM. Een branchevereniging zou hierbij een faciliterende rol kunnen oppakken. De platforms dragen ook zorg voor een bepaalde mate van standaardisatie van informatie en processen.

6. Analyse benodigde stappen

In dit hoofdstuk wordt de huidige situatie op de crowdfundingmarkt afgezet tegen de randvoorwaarden in de volwassen markt uit hoofdstuk 5. Hieruit blijkt welke stappen nog nodig zijn om te groeien naar een goed werkende en duurzame crowdfundingmarkt. Het gaat hierbij om onder meer professionalisering, screening, informatieverstrekking, waarborgen voor passendheid en informatie-uitwisseling binnen de sector. In paragraaf 6.2 wordt het huidig wettelijk kader omschreven en wordt bekeken op welke wijze het wettelijk kader tegemoet zou kunnen komen aan de benodigde stappen. Ook worden juridische knelpunten omschreven die in het huidig kader waarneembaar zijn, waarbij blijkt dat de huidige regimes nog onvoldoende aansluiten bij de gewenste zwaarte van het toezicht.

6.1. Huidige situatie afgezet tegen de randvoorwaarden

De AFM heeft geen uitgebreid onderzoek kunnen doen naar de performance van de platforms en de sector als geheel op de genoemde randvoorwaarden. Een belangrijke reden is dat er nog weinig data beschikbaar zijn over de performance van de sector. Onderstaande –algemene- inzichten over de dagelijkse gang van zaken bij de platforms zijn met name gebaseerd op de inzichten opgedaan tijdens vergunningverlening (vanaf 2012) van de afgelopen jaren en de gesprekken in het kader van dit onderzoek.

De crowdfundingmarkt is groeiende en heeft inmiddels een bepaald niveau van professionaliteit bereikt, maar er is ruimte voor verbetering, zeker gezien de verwachte groei van de markt. Er zijn verschillen in professionaliteit tussen de verschillende actieve platforms.

De ruimte voor verbetering heeft betrekking op de volgende punten, die als randvoorwaarden kunnen worden gezien voor een goed functionerende markt:

Randvoorwaarde 1: Platforms zijn professioneel, integer en gericht op continuïteit

De huidige verdienmodellen van de platforms lijken onvoldoende gericht op lange termijn kwaliteit (bijvoorbeeld continuïteit van administratie en belang van de investeerder). Daarnaast zijn er grote verschillen tussen de screeningsmethoden- en intensiteit. De screening lijkt slechts in beperkte mate gericht op terugbetalingscapaciteit van de geldvrager.

Randvoorwaarde 2: Er is een minimum aan transparantie

De huidige informatieverstrekking van platforms op de websites over de risico's en de screening verschilt tussen platforms. Daardoor is sprake van beperkte vergelijkbaarheid. Ook is voor geldgevers vrijwel onbekend wat het default percentage per platform is, waardoor het netto rendement nog niet kan worden bepaald door geldgevers.

Randvoorwaarde 3: Er is een minimum beschermingsniveau voor geldgevers

De platforms zijn momenteel meer gericht op de geldvrager dan op de geldgever. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat de contracten waarin de diensten van het platform worden vastgelegd hoofdzakelijk worden opgesteld tussen het platform en de geldvrager als wederpartij. Dit blijkt ook uit hoe het verdienmodel is opgezet. Het platform is voor haar inkomsten met name afhankelijk van de geldvrager die een eenmalige succes-fee en een doorlopende fee afdraagt aan het platform. Het is op dit moment niet altijd duidelijk voor geldgevers in hoeverre de investering daadwerkelijk passend voor hen is. Crowdfunding lijkt daarom de huidige situatie met name geschikt voor meer ervaren beleggers die mogelijk financiële tegenvallers kunnen inschatten en/of dragen.

Randvoorwaarde 4: Er is een minimum bescherming voor geldvragers

Wij zien dat de huidige financieringsvormen niet altijd goed zijn afgestemd op de situatie van de geldvrager. Zo worden er annuïtaire leningen verstrekt aan start-up ondernemingen. Meer in algemene zin kan de vraag gesteld worden of met name het kleinbedrijf in staat is om de passendheid van de financiering goed in te schatten.

Randvoorwaarde 5: Er is samenwerking en informatie-uitwisseling tussen de platforms

De sector is nog vrij jong en kan, waar nuttig, nog groeien in onderlinge samenwerking. De AFM voorziet een belangrijke rol voor een branchevereniging ten aanzien van informatiedeling over bijvoorbeeld frauderende geldvragers, standaardisering van informatie en professionalisering van de sector in het algemeen.

6.2. Knelpunten huidige wettelijk kader

In beginsel is de sector aan zet om de stappen te zetten naar een situatie waarin aan de genoemde randvoorwaarden wordt voldaan. Een belangrijk instrument hierbij is wet- en regelgeving, die de

sector hiertoe stimuleert en een bepaald minimumniveau verankert. Deze wet- en regelgeving stelt de AFM als toezichthouder ook in staat om actief toezicht te kunnen houden en waar nodig maatregelen te treffen. In onderstaande paragraaf wordt weergegeven in hoeverre dat op dit moment mogelijk is. Het huidige wettelijk kader voor crowdfunding is gebaseerd op bestaande wet- en regelgeving. Er zijn vier mogelijke vergunning/ontheffingsregimes waar het platform onder kan vallen. Daarnaast heeft de AFM aan iedere vergunning of ontheffing van platforms een aantal specifieke voorschriften⁷ gekoppeld met als doel de particuliere investeerder te beschermen, zoals:

- Het platform dient te voorkomen dat de geldgever meer dan 100 keer investeert;
- Maximale totale investering van €40.000 per platform bij *loan based* crowdfunding;
- Maximale totale investering van €20.000 per platform bij *equity based* crowdfunding;
- Het platform dient doorlopend de geldgever te adviseren om een verantwoord deel van het vermogen te investeren;
- Het platform dient de geldgever doorlopend te adviseren om het vermogen over verschillende projecten te spreiden;
- Het platform dient de geldgever continu bewust te maken van de risico's die met een investering via crowdfunding gepaard gaan op de website en in reclame-uitingen;
- Het platform dient er voor zorg te dragen dat de uitingen van de geldvrager over projecten op het platform te allen tijde correct, duidelijk en niet misleidend zijn;
- Het platform dient een vastgelegd beleid te hebben dat ten grondslag ligt aan de beoordeling van een leningaanvraag van een onderneming/geldvrager;
- Het platform past een risico beoordeling van een lening of investering toe, waaronder de afloscapaciteit en de betalingsmoraal;
- Het platform draagt er zorg voor dat de geldvrager verschillende rentepercentages hanteert die corresponderen met verschillende risico classificaties;
- Het platform draagt er zorg voor dat de geldvrager voldoende achtergrond informatie verstrekt over investeringen op grond waarvan de geldgever een geïnformeerde investeringsbeslissing kan maken; en
- Het platform zorgt er voor dat alle betaalstromen verlopen via een stichting derden gelden of via een betaaldienstverlener.

⁷ Op grond van artikel 1:102 lid 2 juncto 1:105 lid 1 sub c Wft.

Binnen de 4 crowdfunding regimes heeft de AFM een aantal juridische knelpunten onderkend die in onderstaande tabel staan weergegeven:

Type regime en beschrijving	Knelpunten				
	Mogelijke overtreding van artikel 3:5 Wft door geldvrager	Mogelijke overtreding van artikel 2:60Wft door geldgever	Mogelijke overtreding van provisie verbod ⁸ door het platform	Mogelijke overtreding van beloningsverbod ⁹ door het platform	Mogelijk sprake van betaaldienstverlening ¹⁰ door het platform
Ontheffing bemiddeling in opvorderbare gelden¹¹ Deze vorm ziet op de financiering van MKB (bestaand en start ups) bedrijven in de vorm van leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd	X				X
Vergunning bemiddeling in krediet¹² Deze vorm ziet op de financiering van consumenten in de vorm leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd, waarbij het platform een bemiddelende rol heeft	X	X		X	X
Vergunning aanbieden krediet¹³ Deze vorm ziet op de financiering van consumenten in de vorm leningen die door particuliere geldgevers (consumenten) worden gefinancierd, waarbij het platform als aanbieder fungeert					X
Vergunning beleggingsonderneming¹⁴ Deze vorm ziet op de financiering van MKB bedrijven (start ups) in de vorm van aandelen of obligaties die aan particuliere geldgevers (consumenten) worden uitgegeven			X		X

In algemene zin zijn wij van mening dat het huidig wettelijk kader¹⁵ de sector op de lange termijn onvoldoende eisen stelt ten aanzien van het voldoen aan de randvoorwaarden. Ook zien wij op dit

⁸ Overtreding artikel 168a BGfo.

⁹ Overtreding artikel 4:74 Wft.

¹⁰ Overtreding artikel 2:3a Wft.

¹¹ Dit regime is geen vergunning regime en kent bijna geen doorlopende wettelijke eisen. Alleen de betrouwbaarheid van beleidsbepalers dient doorlopend buiten twijfel te staan.

¹² Binnen dit regime dient doorlopend te worden voldaan aan de eisen van betrouwbaarheid, geschiktheid en inrichtingseisen voor de bedrijfsvoering behorend bij een bemiddelaar.

¹³ Binnen dit regime dient doorlopend te worden voldaan aan de eisen van betrouwbaarheid, geschiktheid en inrichtingseisen voor de bedrijfsvoering behorend bij een aanbieder.

¹⁴ Binnen dit regime dient doorlopend te worden voldaan aan de eisen van betrouwbaarheid, geschiktheid, prudentiële eisen en inrichtingseisen voor de bedrijfsvoering behorend bij een beleggingsonderneming.

¹⁵ Niet alle equity based platformen in Nederland vallen onder toezicht van de AFM. Sommige platformen zijn ingericht als een soort prikbord, waarbij de dienstverlening van het platform bij de financiering van projecten is beperkt tot het

moment met betrekking tot de bovengenoemde regimes in ieder geval verschillende juridische knelpunten met als gevolg dat de toezichthouder haar taak niet optimaal kan vervullen. Onderstaand worden deze materiële en juridische knelpunten per regime weergegeven (in de bijlage van de rapportage is een nadere juridische toelichting opgenomen):

Het huidige ontheffingsregime voor het bemiddelen in opvorderbare gelden is te licht

Dit regime kent bijna geen doorlopende toezicht eisen en zet de platforms onvoldoende aan tot professionalisering, een minimum aan transparantie en een minimum beschermingsniveau voor zowel geldgevers als geldvragers. Hoewel de AFM doorlopende voorschriften kan stellen aan een ontheffing, is het toezicht op naleving van deze voorschriften moeilijk omdat het geen wettelijke eisen betreft.

Ook bestaan er op dit moment juridische knelpunten zoals: geldvragers trekken mogelijk opvorderbare gelden aan (overtreding art. 3:5 Wft) omdat dit beroeps- of bedrijfsmatig kan gebeuren en het platform verleent mogelijk betaaldiensten (overtreding art.2:3a Wft).

Het huidige vergunningsregime voor het bemiddelen in krediet is niet passend

Hoewel er in dit regime wel doorlopende toezicht eisen gelden voor onder meer geschiktheid en bedrijfsvoering, stelt dit regime onvoldoende eisen aan een minimum beschermingsniveau voor geldgevers en geldvragers (bijvoorbeeld ten aanzien van het disfunctioneren van het platform, het niet nakomen van de betalingsverplichtingen en de passendheid van de investering).

Daarnaast is er strikt genomen geen sprake van bemiddeling omdat geldgevers meestal consumenten zijn en geen professionele aanbieders¹⁶ geldgevers bieden mogelijk krediet aan (overtreding art. 2:60 Wft), geldvragers trekken mogelijk opvorderbare gelden aan (overtreding art. 3:5 Wft), beloningsverbod is van toepassing (art. 4:74 Wft) en het platform verleent mogelijk betaaldiensten (overtreding art. 2:3a Wft).

aanbrengen van klanten. Een dergelijke activiteit is vrijgesteld van de vergunningplicht voor beleggingsondernemingen. Daarnaast zijn er platformen waarbij geldgevers gezamenlijk in een rechtsvorm investeren die aandelen houdt in de geldvrager; doorgaans een start up onderneming. Een dergelijke financieringsvorm valt tot op heden niet onder de reikwijdte van de Wft, maar de AFM is voornemens dit standpunt op termijn te herzien en heeft daartoe al contact gehad met betreffende partijen.

¹⁶ de definitie van bemiddelen (in krediet) in artikel 1:1, onder b, Wft luidt: alle werkzaamheden in de uitoefening van een beroep of bedrijf gericht op het als tussenpersoon tot stand brengen van een overeenkomst inzake krediet tussen een consument en een aanbieder of op het assisteren bij het beheer en de uitoefening van een dergelijke overeenkomst.

Het huidige vergunningsregime voor het aanbieden van krediet is passend voor bescherming van de geldvrager, maar niet gericht op bescherming van de geldgever

Dit regime is gericht op bescherming van de geldvrager, maar heeft geen betrekking op een minimum beschermingsniveau voor de geldgever. Hoewel de AFM voorschriften heeft gesteld om de geldgever te beschermen hebben deze voorschriften geen wettelijke status.

Bij dit regime speelt het juridische knelpunt dat het platform mogelijk betaaldiensten verleent (overtreding art. 2:3a Wft).

Het huidige vergunningsregime voor het doorgeven van orders in financiële instrumenten is passend, maar er is mogelijk strijd met provisieverbod voor beleggingsondernemingen

Dit regime is gericht op bescherming van de geldgever en binnen dit regime moet een platform aan zware eisen voldoen qua bedrijfsvoering en solvabiliteit. Er wordt aan de meeste randvoorwaarden voldaan.¹⁷

Juridisch knelpunt is hier dat mogelijk sprake is van toepasselijkheid van het provisieverbod voor beleggingsondernemingen (artikel 168a BGfo). Of dit het geval is hangt af van hoe de dienstverlening door het platform wordt gezien. De lijn die vanuit ESMA wordt gevolgd is dat sprake is van het doorgeven van orders voor de geldgever. Bij deze interpretatie zou het provisieverbod in principe van toepassing zijn en dat zou betekenen dat de fee die door de geldgever wordt betaald aan het platform niet is toegestaan. Een andere zienswijze is dat sprake is van het plaatsen van financiële instrumenten voor de geldvrager (zonder garantie). In dit geval is het platform uitgezonderd van het provisieverbod, en is de betaling die het platform ontvangt van de geldvrager wel toegestaan. Op dit punt zal de AFM haar standpunt nog bepalen.

Daarnaast geldt nog dat het platform mogelijk betaaldiensten verleent (overtreding art. 2:3a Wft).

¹⁷ Met uitzondering van randvoorwaarde 4.

7. Aanbevelingen

Om de goede randvoorwaarden te creëren voor een duurzame sector, doet de AFM een aantal aanbevelingen aan de wetgever en de deelnemers in de sector, gebaseerd op de voorgaande analyse. Wettelijk gezien beveelt de AFM aan om daar waar nu vier afzonderlijke regimes gelden, op termijn toe te groeien naar twee wettelijke regimes voor *loan based* crowdfunding en *equity based* crowdfunding. Wij doen daarnaast aanbevelingen voor de korte en de middellange termijn, die in de eerste helft van 2015 al aan de orde zijn. Ten slotte richten wij een aantal aanbevelingen tot de sector, op het gebied van onder andere educatie, standaardisatie, informatie-uitwisseling en samenwerking. Een branchevereniging kan hier een belangrijke rol in vervullen.

7.1. Aanbevelingen wetgever: wijzigingen wettelijk kader

Onderstaand zijn de aanbevelingen weergegeven voor de korte en middellange termijn (groeifase) en voor de lange termijn. De aanbevelingen voor de korte en middellange termijn zijn concreter dan die voor de lange termijn (volwassen markt) en wij bevelen aan om deze al in de eerste helft van 2015 door te voeren. De aanbevelingen voor de lange termijn kunnen verder worden uitgewerkt. Invoering is aan de orde wanneer op basis van nader vast te stellen indicatoren wordt verwacht dat de sector naar een volwassen situatie doorgroeit. In bijlage 1 zijn onderstaande aanbevelingen verder (juridisch) uitgewerkt.

Korte termijn (huidige markt)

1. De AFM doet de aanbeveling om op de korte termijn de juridische knelpunten die zij in de bestaande crowdfunding regimes heeft geconstateerd op te lossen.

Middellange termijn (groeimarkt)

2. De AFM doet de aanbeveling om op de middellange termijn van vier naar drie toezichtregimes over te gaan, waarbij in het kader van crowdfunding het bemiddelingsregime niet meer als passend wordt gezien.
3. De AFM doet de aanbeveling om op de middellange termijn het ontheffingsregime voor het bemiddelen in opvorderbare gelden te verzwaren door meer doorlopende wettelijke verplichtingen van toepassing te verklaren zoals eisen ten aanzien van een integere en beheerste bedrijfsvoering en geschiktheid van bestuurders.

4. De AFM doet de aanbeveling om de voorschriften die tot nu toe zijn gehanteerd bij de markttoetreding van platforms op haar website te publiceren zodat meer duidelijkheid wordt gegeven over het beleid.
5. De AFM doet de aanbeveling om een aantal voorschriften¹⁸, die zien op de bescherming van consumenten en die nu als belemmerend worden ervaren voor de groei, met behoud van een minimumbeschermingsniveau te wijzigen zoals het intrekken van de maximale investeringsgrens van 100 keer investeren. Daarnaast willen we het voor vermogende consumenten mogelijk maken om meer te investeren door de invoering van een passendheidstoets gericht op geldgevers. Deze toets maakt het mogelijk om te investeren boven de huidige investeringsgrens per platform per individu van €20.000 voor *equity-based* crowdfunding, €40.000 voor *loan-based* crowdfunding of investeringen in 100 projecten. De toets wordt door het platform afgenomen wanneer deze grens bereikt wordt.
6. De AFM zal in de groeifase gebruik maken van haar bevoegdheden om nadere voorschriften¹⁹ te stellen om de professionaliteit verder te stimuleren in het geval dat de ontwikkelingen in de sector daartoe nopen. Hierover zullen wij nog met de markt in gesprek gaan.
7. De AFM doet de aanbeveling om de markt te monitoren op nader te bepalen groeifactoren, mogelijk in lijn met de indicatoren die in hoofdstuk 2.4 beschreven staan, om tijdig te kunnen bepalen wanneer de markt naar een volwassen markt groeit. Wanneer dit moment aangebroken is, kan de AFM het voorstel doen aan de wetgevers om de regimes verder aan te passen in lijn met de onderstaande lange-termijnaanbeveling. Voor de volwassen fase zijn de aanbevelingen van abstractere aard, gezien de aan groei gekoppelde onzekerheden.

Lange termijn (volwassen markt)

8. De AFM doet de aanbeveling om bij een volwassen markt twee (nieuwe) wettelijke regimes op te stellen, waarbij de wettelijke eisen invulling geven aan eerder genoemde randvoorwaarden. Een nieuw regime stelt de AFM in staat om maatwerk te leveren met eisen die specifiek zijn toegeschreven op *loan based* crowdfunding en *equity based* crowdfunding. In deze regimes genieten geldgevers en geldvragers een bepaalde mate van bescherming en zijn prudentiële eisen van toepassing. Belangrijk om te vermelden is dat de AFM de wetgever zal adviseren de

¹⁸ Zie voor meer voorbeelden bijlage 1.

¹⁹ Zie de suggesties voor voorschriften in bijlage 1.

voorschriften die de AFM heeft gesteld en in de toekomst zal blijven stellen wettelijk te verankeren. Bij invoering van dit regime zullen ook de platforms die momenteel actief zijn zonder vergunning of ontheffing (en die zich bezighouden met lending en investing) van de AFM binnen de reikwijdte van het crowdfunding regime vallen.

7.2. Aanbevelingen aan de sector

Wij bevelen de sector aan om de volgende aandachtspunten te adresseren, die los staan van het wettelijk kader (en waar zij dus geen actief toezicht op zal houden) maar die wel belangrijk zijn om de professionaliteit en de duurzaamheid van de sector te vergroten. Zelfregulering kan hier een belangrijke rol in spelen.

1. De AFM vraagt de (deelnemers van) de sector informatie met elkaar uit te wisselen en de samenwerking met elkaar op te zoeken over best-practices en gewenste kwaliteit
2. De AFM verwacht van de (deelnemers van) de sector dat zij een rol vervullen in het opzetten van initiatieven met betrekking tot educatie om het bewustzijn van de geldgever, maar ook van de geldvrager te vergroten.
3. De AFM vraagt de (deelnemers van) de sector een actieve rol te vervullen in het creëren van mogelijkheden voor geldgever en geldvragers om ondersteuning en advies te krijgen over de belegging voor de geldgever en de financiële aspecten van de crowdfunding-campagne voor de geldvrager. Dit kan ook worden geadresseerd door (advies)partijen die nu nog niet actief zijn binnen de sector.
4. De AFM vraagt de(deelnemers van) de sector een rol te vervullen in het standaardiseren van informatie en processen met betrekking tot screening (gericht op detecteren van fraude) en de risico-inschatting ten aanzien van de haalbaarheid van projecten.
5. De AFM vraagt de (deelnemers van) de sector onderling informatie uit te wisselen over fraudegevallen en hiervan blijvend melding te maken bij de toezichthouder. Wij vragen tevens de (deelnemers van) de sector na te denken op welke wijze kan worden voorzien in een collectieve of individuele compensatie bij fraude gevallen.

Wij zien het als een mogelijkheid voor een branchevereniging om in samenwerking met de sector bovenstaande aandachtspunten op te pakken om daarmee een hoger sectorbreed kwaliteitsniveau te bereiken en te borgen. Onlangs is de branchevereniging 'Nederland Crowdfunding' opgericht. De AFM ziet dit als een wenselijke ontwikkeling.

Bijlages

- Bijlage 1: Aanbevelingen op gebied van wettelijk kader - gedetailleerd
- Bijlage 2: informatiebronnen

Bijlage 1: Aanbevelingen op gebied van wettelijk kader - gedetailleerd

Voor de groeifase stelt de AFM een aantal concrete wijzigingen voor van het huidige wettelijk kader, inclusief toevoegingen van een aantal specifieke voorschriften. Wij bevelen aan om de aanbevelingen voor de korte en middellange termijn in de eerste helft van 2015 door te voeren en de aanbevelingen voor de lange termijn verder uit te werken en in te voeren zodra op basis van nader vast te stellen indicatoren is vastgesteld dat de sector naar een volwassen situatie doorgroeit.

Korte termijn (huidige markt)

1. De AFM doet de aanbeveling om op de korte termijn de juridische knelpunten in de huidige crowdfunding regimes op te lossen dan wel duidelijkheid te verschaffen over de juiste interpretatie van de Wft. Op dit moment is sprake van 4 regimes: 1) vergunning voor het verlenen beleggingsdiensten (art. 2:99 Wft); 2) vergunning voor het bemiddelen in krediet (artikel 2:83 Wft), 3) vergunning voor het aanbieden van krediet (artikel 2:63 Wft) en 4) ontheffing voor het bemiddelen in opvorderbare gelden (artikel 4:3 lid 4 Wft, hierna: het Ontheffingregime genoemd).

De AFM heeft ten aanzien van deze knelpunten oplossingsrichtingen geformuleerd die in lijn zijn met de wens van de AFM om het toezichtkader op de lange termijn te wijzigen naar een meer specifiek crowdfunding kader. Wij zien de volgende oplossingsrichtingen voor de juridische knelpunten.

- a) *Mogelijke overtreding²⁰ van artikel 2:3a Wft (het verbod van het aanbieden van betaaldiensten)*. Dit knelpunt speelt in alle regimes.

Er is duidelijkheid nodig over de vraag of de PSD²¹ inderdaad van toepassing is, dan wel of platforms onder de reikwijdte van artikel 2:3a Wft vallen en zo ja, of vervolgens alle platforms als vrijgestelde betaaldienstverleners door DNB moeten worden opgenomen in haar register. Afhankelijk van de inrichting van crowdfundingplatforms kan sprake zijn van overlap met het domein van artikel 2:3a (verlenen van betaaldiensten). Indien dit het geval is, vallen platforms onder het bereik van artikel 2:3a Wft. Als het betreffende platform

²⁰ Waar hier gesproken wordt over 'Overtreding' is bedoeld aan te geven dat sprake zou kunnen zijn van een mogelijke overtreding; er is niet in individuele gevallen bekeken of daadwerkelijk sprake is van een overtreding van wet- en regelgeving.

²¹ Directive on Payment Services (PSD), 2007/64/EC.

gemiddeld meer dan 3 miljoen per maand doorbetaalt dient er een aparte vergunning te worden aangevraagd bij DNB als betaaldienstverlener.

- b) *Mogelijke overtreding van artikel 3:5 Wft (verbod aantrekken opvorderbare gelden) van de geldvrager.* Dit knelpunt speelt met name in het Ontheffingsregime.

De AFM en DNB onderschrijven het belang te bezien of gebruikers van crowdfunding platforms waarop de AFM toezicht uitoefent ingevolge de Wft, en die in de uitoefening van hun bedrijf (mogelijk) in strijd handelen met het verbod van artikel 3:5 Wft, kunnen worden vrijgesteld van dat verbod, en zo ja, daarin te voorzien. Afhankelijk van de inrichting van crowdfundingplatforms kan sprake zijn van overlap met het domein van artikel 3:5 (aantrekken van opvorderbare gelden). In dat geval dient een vrijstelling te worden opgesteld met betrekking tot artikel 3:5 Wft op grond waarvan het mogelijk is dat een startende of bestaande MKB onderneming (bedrijfsmatig) gelden kan aantrekken van het publiek via een gereguleerd platform

- c) *Mogelijke overtreding van 2:60 Wft (verbod aanbieden krediet) door de geldgever²² en overtreding van het beloningsverbod van 4:74 Wft.*

Dit laatste speelt bij bemiddelaars in krediet (artikel 2:80 Wft)

Een extra knelpunt bij bemiddelaars is dat betwijfeld kan worden of er sprake is van 'bemiddeling' nu meestal niet bemiddeld wordt voor professionele aanbieders. Platforms die nu over een bemiddelingsvergunning beschikken dienen hun vergunning uit te breiden naar een vergunning voor het aanbieden van krediet. Daarmee zijn eerder genoemde knelpunten in één keer opgelost. Hiervoor is nodig dat de AFM haar eerdere kwalificatie van de activiteiten wijzigt. Gelet op de wettekst van artikel 2:60 Wft wordt onder het begrip aanbieden tevens het beheer van overeenkomsten verstaan. Wellicht is het mogelijk om bepaalde 'bemiddelaars' als aanbieder te kunnen kwalificeren. Wel dienen deze aanbieders ook daadwerkelijk wederpartij te worden van de kredietnemer (de MvT bij artikel 2:60 Wft gaat uit van het civielrechtelijk begrip van aanbod). Ondernemingen die als geldgever rente en aflossing ontvangen van de geldvrager, kunnen gebruik maken van artikel 3 Vrijstellingsregeling Wft, zodat geen sprake is van een aparte vergunningplicht als aanbieder

²² Daar zal in de regel sprake van zijn als de geldgever meer dan 100 leningen verstrekt en de totale waarde meer dan € 40.000,- bedraagt.

van krediet. Indien deze interpretatie niet kan worden gevolgd, dan dient er een wettelijke aanpassing te worden doorgevoerd in de Wft.

d) Mogelijke Overtreding van het provisieverbod (168a Bgfo) door het platform in het geval van het doorgeven van orders in financiële instrumenten.

Dit provisieverbod raakt het verdienmodel van het platform, daar van de geldvrager doorgaans een succes-fee en een doorlopende fee wordt gevraagd. De AFM ziet als mogelijke oplossing, de dienst die het platform verricht voor de geldvrager te interpreteren als de beleggingsdienst plaatsen²³. In de zin dat het platform een fee ontvangt van de uitgever van financiële instrumenten (de geldvrager) voor het plaatsen van de financiële instrumenten bij de geldgever op initiatief van de geldvrager (hier: plaatsen zonder plaatsingsgarantie). Als er inderdaad ruimte is voor deze interpretatie, dan kan een beroep worden gedaan op de uitzondering op het provisieverbod (art. 168a, lid 1, onder c BGfo).

Middellange termijn (groeimarkt)

2. De AFM stelt voor om van vier naar drie toezichtsregimes te gaan, waarbij het bemiddelingsregime voor krediet komt te vervallen voor crowdfunding activiteiten gegeven de juridische knelpunten en het feit dat het regime voor het aanbieden van krediet beter past bij crowdfunding in de vorm van leningen. Dan blijven dus nog over: verlenen beleggingsdiensten, aanbieden krediet en bemiddelen in opvorderbare gelden (het Ontheffingsregime).
3. De AFM stelt voor om op de middellange termijn aan het Ontheffingsregime meer doorlopende wettelijke verplichtingen toe te voegen om dit regime meer gelijkwaardig te maken met de andere regimes, met name op het gebied van bescherming van de geldgever. Het Ontheffingsregime is duidelijk te licht in vergelijking met de andere regimes. Wij hebben de volgende oplossingsrichting in gedachte. Naast de artikelen 2 en 3 BGfo dienen enkele extra eisen te worden toegevoegd op het gebied van geschiktheid, bedrijfsvoering en (wellicht) tevens bepaalde prudentiële eisen.
4. De AFM stelt voor dat ze de voorschriften die zij tot nu toe heeft gehanteerd bij de markttoetreding van platforms zal publiceren op haar website zodat meer duidelijkheid wordt

²³ Artikel 1:1 Wft, beleggingsdienst genoemd onder f.

gegeven over het beleid van de AFM. Omdat voorschriften die verbonden zijn aan een vergunning of ontheffing in principe niet in een register van de AFM getoond mogen worden, vraagt de AFM hier toestemming voor aan de wetgever om deze wel te publiceren als beleid.

5. De AFM stelt voor dat ze een aantal voorschriften die zien op de bescherming van consumenten die nu als belemmerend worden ervaren voor de groei zal wijzigen dan wel zal intrekken. Wij hebben de volgende oplossingsrichtingen in gedachte:
 - Het voorschrift van maximaal 100 keer investeren voor consumenten komt te vervallen. Hiervan is gebleken dat dit aantal te weinig is en juist belemmerend werkt om risico goed te spreiden.
 - Het voorschrift van maximaal €40.000 investeren voor consumenten voor *loan based* platforms wordt gewijzigd. Een consument mag meer dan €40.000 per platform investeren indien het platform een passendheidstoets afneemt bij de geldgever zodat duidelijk wordt of iemand voldoende vermogen heeft om meer te investeren.
 - Het voorschrift van maximaal €20.000 investeren voor consumenten voor *equity based* platforms wordt gewijzigd. Een consument mag meer dan €20.000 per platform investeren indien het platform een passendheidstoets afneemt bij de geldgever zodat duidelijk wordt of iemand voldoende vermogen heeft om meer te investeren.

6. De AFM stelt voor om totdat de markt zich in de volwassen fase bevindt de markt te monitoren zodat enige duidelijkheid wordt geboden over de tijdspanne waarbinnen de AFM het voorstel zou kunnen doen om een geheel nieuw wettelijk Crowdfunding regime nader in te vullen. Wij zullen in nauw contact met marktpartijen tot afspraken komen over welke informatie de AFM op reguliere basis wil ontvangen, zodat wij de groei van de markt op een goede wijze kan monitoren. Om de groei van de sector te kunnen monitoren moeten enerzijds goede indicatoren bepaald worden (bijvoorbeeld in lijn met hoofdstuk 2.4) en anderzijds voldoende informatie beschikbaar zijn om te kunnen vaststellen in welke fase de markt zich bevindt. Wij stellen voor om op de volgende wijze informatie over de ontwikkeling van de crowdfundingsector te verkrijgen:
 - o De AFM zal informatie krijgen over de markttoetreding van nieuwe partijen op de crowdfunding markt.

- De AFM zal informatie krijgen van gereguleerde platforms uit hoofde van het doorlopend toezicht op deze instellingen.
- De AFM zal samen met de gereguleerde platforms tot afspraken komen welke kwantitatieve gegevens nodig zijn om de groei van de markt te monitoren. Hierbij denken wij aan het aantal projecten, aantal geldgevers, algemene karakteristieken geldvragers, opgehaald bedrag, gefailleerde projecten en gebruikte financieringsvorm door de projecten. Deze informatie zal worden uitgebreid met informatie over de financiële situatie van de platforms en de aan haar verbonden partijen.
- De AFM zal regulier overleg hebben met de crowdfunding branchevereniging om over ontwikkelingen in de markt te spreken.
- De AFM zal in haar periodieke gesprekken uit hoofde van het doorlopend toezicht op financiële instellingen zoals (banken, pensioenfondsen, verzekeraars en brancheverenigingen) aandacht schenken aan de opstelling van deze financiële instellingen met betrekking tot crowdfunding.
- De AFM kan door middel van haar AFM Consument&Panel jaarlijks de betrokkenheid en de mening over crowdfunding van geldgevers meten. De jaarlijkse metingen kunnen vervolgens geanalyseerd en onderling vergeleken worden. Deze informatie vormt een aanvulling op de informatie van de platforms zelf (onder 1c).

7. In de tussentijd zal de AFM door middel van haar bevoegdheid om voorschriften te stellen inspelen op veranderingen in de crowdfunding markt zodat toch op proportionele wijze bepaalde risico's kunnen worden geadresseerd bij platforms die door de AFM zijn gereguleerd. De AFM heeft in ieder geval de volgende voorschriften in gedachte:

- Het platform moet er voor zorg dragen dat de administratie en de financiële afhandeling van projecten gewaarborgd is in een situatie waarbij het platform zijn activiteiten beëindigd (bijvoorbeeld door faillissement).
- Het platform mag risico spreiding bij particuliere investeerders formaliseren door een automatisch profiel investeren mogelijk te maken zo lang deze nieuwe dienstverlening voldoet aan de eisen die vanuit de Wft worden gesteld aan vermogensbeheer.
- Het platform dient haar default percentage expliciet op haar website te vermelden en te verwerken in de informatieoverzichten van investeerders.

- Het platform dient haar dienstverlening omtrent de wijze van screening transparant te maken op de website.
- Het platform dient op haar website een (uniform) informatiedocument beschikbaar te stellen indien in ondernemingen wordt geïnvesteerd.
- Het platform dient in het geval van startup financiering zorg te dragen voor een passende financieringsvorm.
- Het platform dient nadat de financiering is verstrekt doorlopend financiële gegevens op te vragen bij de geldvrager en te verstrekken aan de geldgevers.

Wij zullen deze voorschriften uiteraard eerst met marktpartijen en ook de branchevereniging bespreken zodat de eisen aansluiten bij de normale wijze van bedrijfsvoering.

Lange termijn (volwassen markt)

8. De AFM stelt zich in de volwassen markt een nieuw wettelijk regime voor waarbij de wettelijke eisen invulling geven aan bovenstaande randvoorwaarden. Dat nieuwe regime kan bestaan uit twee sub-regimes, namelijk een *loan based* crowdfunding regime en een *equity based* crowdfunding regime. Deze regimes zouden moeten waarborgen dat geldgevers en geldvragers een bepaalde mate van bescherming genieten en waarbij tevens prudentiële eisen voor het platform gelden. In een dergelijk regime worden er zwaardere eisen gesteld aan de bedrijfsvoering en is ook sprake van prudentiële eisen. Belangrijk om te vermelden is dat de voorschriften die de AFM heeft gesteld en, voor zover van toepassing, in de toekomst zal blijven stellen zo veel als mogelijk wettelijk verankerd dienen te worden. In de volwassen markt moet de markt in staat zijn om de door de wetgever en de AFM randvoorwaarden te halen. Nadere uitwerking van deze regimes zal later in de tijd geschieden, waarbij wij met name intensief contact zullen hebben met de FCA om van hen te leren. Een en ander kan behulpzaam zijn met betrekking tot de nadere uitwerking van een nieuw wettelijk crowdfunding regime. Daarbij dient aangetekend te worden dat de FCA een regime hanteert waarbij er geen onderscheid meer wordt gemaakt in de afnemer(s) van de lening. De consument en het MKB wordt in beginsel aan elkaar gelijk gesteld ('de lender'). Het verdient in beginsel onze voorkeur om wat betreft het begrip 'geldvrager' nog wel een bepaalde differentiatie aan te brengen.

Bijlage 2: Verantwoording onderzoek

Mede gegeven het feit dat er op dit moment nog weinig substantiële data beschikbaar zijn, is de rapportage voornamelijk het resultaat van kwalitatief onderzoek.

Voor het onderzoek heeft de AFM gebruik gemaakt van verschillende bronnen, bestaande uit:

Openbare rapporten/documenten (niet limitatief):

- *“OICV-IOSCO "Crowd-funding: An infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department”, auteurs: Eleanor Kirby en Shane Worner, 2014;*
- *“Crowdinvesting in the Netherlands: Market Analysis securities Regulation and Policy options”, auteur: Armin Schwienbacher, 14 november 2014;*
- *“Beantwoording kamervragen crowdfunding”, Minister van Financiën Ir. J.R.V.A. Dijsselbloem, 25 april 2014; en*
- *“EC Communication: Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union”, 27 maart 2014.*

Niet openbare rapporten/documenten (niet limitatief) van o.a.:

- ESMA;
- EBA; en
- AFM

Gesprekken met:

- 8 crowdfundingplatforms;
- ESMA;
- EBA;
- EC; en
- verschillende buitenlandse toezichthouders

Websites:

De websites van verschillende crowdfundingplatforms zijn bekeken door de AFM.

Online uitvraag bij geldgevers:

Het AFM Consument&Panel is het consumentenpanel van de AFM. Wij hebben via ons online consumentenpanel 128 consumenten benaderd die investeren of geld uitlenen via crowdfunding of van plan zijn om dit in de toekomst te gaan doen. Het AFM Consument&Panel is niet representatief voor de gemiddelde Nederlander maar de resultaten geven wel indicaties over de houding van consumenten tegenover crowdfunding.