

De Europese Crowdfundingverordening: MiFID II-light voor zakelijke crowd lending?

mr. A.V.J. van Beusekom LL.M.¹

Het grootste gedeelte van de Nederlandse crowd lendingmarkt, en daarmee ook het grootste gedeelte van de Nederlandse crowdfundingmarkt, wordt vanaf 10 november 2021 gereguleerd door de Europese Crowdfundingverordening (hierna: 'ECSPR'). In dit artikel gaat de auteur niet alleen in op de vraag of de ECSPR een MiFID II-light regime voor zakelijke crowd lending inhoudt, dus een zwaarder regime dan het huidige regime op grond van de Wft, maar ook op de vraag of verzwaring van de regulering van zakelijke crowd lending wenselijk is.

1. Inleiding

Zelfs in coronatijden weten grote groepen mensen elkaar te vinden. Hierbij doel ik niet op illegale grootschalige bijeenkomsten, noch op de legale testevenementen van Fieldlab, maar op de alternatieve financieringsmogelijkheden die crowdfunding het mkb biedt. In coronajaar 2020 haalden ondernemingen in Nederland slechts 5% minder geld (€ 368,2 miljoen) op dan in 2019, toen ondernemingen € 387,1 miljoen ophaalden via crowdfunding.² In het eerste kwartaal van 2021 is zelfs meer geld opgehaald via crowdfunding dan ooit in een kwartaal.³

De focus van dit artikel vormt de regulering van zakelijke crowd lending. Met de term 'zakelijke crowd lending' doel ik op financiering door crowd lending aan initiatiefnemers die geen consument zijn. Dagelijks verschijnen er op crowdfundingplatformen leningaansvragen (projecten) van zulke zakelijke initiatiefnemers, zoals brillenzaak Brils, die een lening heeft opgehaald via crowd lending om de overstap naar een groter bedrijfsspan met een centralere ligging te kunnen bekostigen.⁴ Crowd lending (ook wel P2P lending) is het type crowdfunding waarbij een groep geldgevers geld uitleent aan de initiatiefnemer. De initiatiefnemer moet de lening uiteindelijk aflossen en is meestal rente verschuldigd. Crowd investing (ook wel equity crowdfunding) is het type

crowdfunding waarbij de geldgever in het vermogen van de onderneming van de initiatiefnemer participeert door het nemen van aandelen die de onderneming van de initiatiefnemer heeft uitgegeven.⁵

Vanaf eind dit jaar, 10 november 2021, is op crowd lending en crowd investing aan het mkb een nieuw Europees toezichtrechtelijk regime van toepassing: de Europese Crowdfundingverordening (de European Crowdfunding Service Providers Regulation, hierna: 'ECSPR').⁶ De branchevereniging Nederland Crowdfunding schrijft verheugd te zijn over

5. Nationaal en internationaal wordt *crowdfunding* gezien als een paraplubegrip voor de vormen: 'crowd lending', 'crowd investing', 'reward based crowdfunding' en 'donation based crowdfunding': A.V.J. van Beusekom, 'De privaatrechtelijke rechtsverhoudingen bij crowd lending', *NTBR* 2020, afl. 8, p. 256, onder verwijzing naar: COM(2018) 109; *Consultatiedocument - Juridisch kader crowdfundingplatformen onderhandse leningen van het Ministerie van Financiën*, p. 11; 'Crowdfunding', afm.nl; Europese Commissie, SWD(2016) 154 final, p. 8-9; EBA/Op/2015/03, p. 8. Er zijn echter ook auteurs die onderscheid maken tussen twee, drie, vier of vijf vormen van crowdfunding: P. Belleflamme, T. Lambert & A. Schwiembacher, 'Crowdfunding: Tapping the Right Crowd', *Journal of Business Venturing* 2014, 5, p. 586-588; C.S. Bradford, 'Crowdfunding and the Federal Securities Laws', *College of Law, Faculty Publications* 2012, 119, p. 10 & 14; A. Ordanini e.a., 'Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms', *Journal of Service Management* 2011, 4, p. 450; J. Hemer, *A Snapshot on Crowdfunding*, Karlsruhe: 2011, p. 13-14.

6. Verordening (EU) 2020/1503 van het Europees Parlement en de Raad van 7 oktober 2020 betreffende Europees crowdfundingdienstverleners voor bedrijven en tot wijziging van de Prospectusverordening en de Klokkenluidersrichtlijn (PbEU 2020, L 347). Er geldt een overgangperiode tot 10 november 2022 voor overeenkomstig nationaal recht verleende crowdfundingdiensten (artikel 48 ECSPR). Zie ook: AFM, EU-verordening crowdfunding, afm.nl; J.M. van Poelgeest, 'De Crowdfundingverordening, a brand new beginning', *O&F* 2021, afl. 1, p. 9.

1. Anna Vera van Beusekom is als promovenda verbonden aan het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht en aan het Utrechtse Centrum voor Regulering en Handhaving in Europa (RENFORCE) van de Universiteit Utrecht. Zij doet onderzoek naar de regulering van crowdfunding. De auteur dankt prof. mr. drs. J.W.A. Biemans, prof. mr. drs. T.M.C. Arons en mr. dr. P. Laaper voor hun opmerkingen bij eerdere versies van dit artikel.

2. *Crowdfunding in Nederland 2020*, crowdfundingcijfers.nl.

3. FD 5 april 2021, 'Crowdfunding herpakt zich na teleurstellend coronajaar'.

4. *Brils*, collincrowdfund.nl.

de komst van de ECSPR. Deze branchevereniging "bepleit al enige tijd een stevig regelgevend kader om verder te bouwen aan een professionele sector voor crowdfundingplatforms."⁷ Ook de toezichthouder, de Autoriteit Financiële Markten (hierna: 'AFM') pleit hiervoor en pleit tevens voor meer bescherming van de (kleine) mkb'er bij alternatieve financiering zoals crowdfunding.⁸

Zakelijke crowdlanding betreft het grootste deel van de Nederlandse crowdfundingmarkt. 80% van het opgehaalde bedrag via crowdfunding in 2020 betrof leningen aan ondernemingen voor een gemiddeld bedrag van € 220.000 en een totaal van € 331,4 miljoen.⁹

Het grootste gedeelte van de Nederlandse crowdlandingmarkt, en daarmee ook het grootste gedeelte van de Nederlandse crowdfundingmarkt, wordt vanaf 10 november 2021 gereguleerd door de ECSPR. Buiten de ECSPR vallen onder meer reward based crowdfunding en donation based crowdfunding, crowdlandingprojecten waarbij aan consumenten een lening wordt verstrekt en crowdlandingprojecten waarbij een hoger bedrag dan € 5 miljoen wordt opgehaald.¹⁰ Reward based crowdfunding is het type crowdfunding waarbij de geldgever een (te ontwikkelen) product of dienst van de initiatiefnemer (voor)financiert met als tegenprestatie een exemplaar van het ontwikkelde product of de dienst. Donation based crowdfunding is het type crowdfunding waarbij de geldgever een geldbedrag doneert en er sprake is van een schenking.¹¹

Komt er met de ECSPR voor zakelijke crowdlanding een zwaarder regime (MiFID II¹²-light regime) dan

het huidige regime voor zakelijke crowdlanding op grond van de Wft? En is verzwaaring van de regulering van zakelijke crowdlanding wenselijk? Paragraaf 2 introduceert de gezamenlijke regulering van zakelijke crowdlanding en crowdinvesting door de ECSPR. Paragraaf 3 bevat een bespreking van het huidige regime voor zakelijke crowdlanding in Nederland. Paragraaf 4 vergelijkt de huidige regulering van zakelijke crowdlanding met het regime onder ECSPR. Daarop volgt een vergelijking van de regulering van zakelijke crowdlanding onder de ECSPR met de huidige regulering van crowdinvesting onder de Wft en MiFID II. Paragraaf 5 analyseert of verzwaaring van de regulering van zakelijke crowdlanding wenselijk is.

2. Gezamenlijke regulering zakelijke crowdlanding en crowdinvesting door ECSPR

De regulering van zakelijke crowdlanding is op dit moment, nu de ECSPR nog niet van toepassing is, voor een groot deel een nationale aangelegenheid en verschilt van lidstaat tot lidstaat.¹³ In Duitsland bijvoorbeeld worden geldgevers en initiatiefnemers als bank beschouwd (doordat zij bankactiviteiten verrichten) en hebben partijen hiervoor een bankvergunning nodig, indien zij niet gebruikmaken van de constructie van Unechtes P2P-Lending of een achtergestelde lening (Nachrangdarlehen).¹⁴ In het model van 'Unechtes P2P-Lending' gaat een kredietinstituut de geldlening met de initiatiefnemer aan, waarna deze de vorderingen aan de geldgevers ceedeert.¹⁵ Er zijn ook lidstaten waarin het ontbreekt

7. Nederland Crowdfunding 7 oktober 2020, 'EU Parlement stemt in met Crowdfund regelgeving'. Vgl. FD 29 maart 2021, 'Crowdplatforms geven weinig inzicht in risico en rendement'; FD 29 mei 2019, 'Crowdfundingplatformen wensen betere wetgeving'.

8. AFM, *Verkenning naar non-bancaire mkb-financiering: Groeiende financieringsmarkt met risico's voor kleine ondernemers*, 2021; FD 9 april 2021, 'AFM: alternatieve financiering mkb ondoorzichtig en 'spuugduur'.

9. *Crowdfunding in Nederland 2020*, crowdfundingcijfers.nl.

10. Artikel 1 lid 2 ECSPR; C.M. Grundmann-van de Krol, 'Crowdfundingverordening: hoofdlijnen', *Ondernemingsrecht* 2021, afl. 4, p. 174-175; E.L.M. van Kranenburg & D.A.J.M. Melchers, 'De toekomstige Europese Verordening voor Crowdfundingdienstverleners (Deel I)', *FR* 2020, afl. 11, p. 2-4; M. Hobza & A. Vondráčková, 'The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II', *SSRN/Prague Law Working Papers Series* 2020, nr. 2020/III/2, § 2; E. Macchiavello, 'The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma', *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.2; S.N. Hooghiemstra, 'The European Crowdfunding Regulation – Towards Harmonization of (Equity- and Lending-based) Crowdfunding in Europe', *SSRN* 2020, § 2.2.

11. Van Beusekom, *NTBR* 2020, afl. 8, p. 256; Belleflamme, Lambert & Schwiendbacher, *Journal of Business Venturing* 2014, 5, p. 586-587; Bradford, *College of Law, Faculty Publications* 2012, 119, p. 15-16; Hemer 2011, p. 13-14.

12. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (*PbEU*2014, L 173/349) (hierna: 'MiFID II').

13. Vgl. Grundmann-van de Krol, *Ondernemingsrecht* 2021, afl. 4, p. 174; M. Williams, 'Peer-to-Peer Lending in the Netherlands', *Journal of European Consumer and Market Law* 2016, 4, p. 188-190.

14. § 32 Kreditwesengesetz (.KWG'); BaFin Merkblatt Einlagengeschäft 2011; BaFin Merkblatt Kreditgeschäft 2009; J. Veith, 'Crowdlending – Anforderungen an die rechtskonforme Umsetzung der darlehensweisen Schwarmfinanzierung', *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2016, 184, p. 188; M. Will, 'Kleinanlegerschutzgesetz und Gewerbeordnung – Auswirkungen auf die Finanzanlagenvermittlung (§ 34f GewO) und Honorar-Finanzanlagenberatung (§ 34h GewO)', *Gewbearchiv* 2015, 430.

15. K. Rusch, 'Der finale Entwurf einer Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister (ECSPVO) – Anwendungsbereich und Regelungsüberblick', *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2020, 217; F. Schäfer & T. Eckhold, '5. Kapitel. Unverbriefte Kapitalanlagen, insbes. Beteiligungen an Gesellschaften', in: Assmann, Schütze & Petra Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München: C.H. Beck 2020, § 16a Crowdfunding, Crowdlending, Crowdinvesting, Kryptowährungen und Initial Coin Offerings (ICOs), rn. 9; R. Wilhelmi, 'Anlegerschutz im Kapitalmarkt ohne Banken: Ein Vergleich des Bank- und Kapitalmarktrechts angesichts der Kapitalmarktunion', *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft* 2017, 298, p. 303-304; Veith, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2016, 184, p. 187; M. Renner, 'Peer-to-Peer Lending in Germany', *Journal of European Consumer and Market Law* 2016, 5, p. 225; M. Renner, '„Banking Without Banks“? Rechtliche Rahmenbedingungen des Peer-to-Peer Lending', *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2014, 261, p. 263.

aan regulering van crowd lending, bijvoorbeeld Ierland.¹⁶

De ECSPR introduceert een gezamenlijk regulerend kader voor 'crowdfundingdiensten' in de Europese Unie en reguleert, kort gezegd, zakelijke crowd lending en crowd investing.¹⁷ Onder 'crowdfundingdiensten' verstaat de ECSPR "het matchen van bedrijfsfinancieringsbelangstellingen van beleggers en projecteigenaren door het gebruik van een crowdfundingplatform".¹⁸ Het ontbreekt in de ECSPR aan een definitie van het begrip 'bedrijfsfinancieringsbelangstelling'.¹⁹ Van een bedrijfsfinancieringsbelangstelling zou al sprake kunnen zijn bij platformen die enkel een prikbord zijn, of voordat het streefbedrag van het project behaald is of een overeenkomst tussen de belegger en de projecteigenaar is gesloten.²⁰ Wil er sprake zijn van een crowdfundingdienst in de zin van de ECSPR dan dient het te gaan om een van de volgende activiteiten:

- 1) het faciliteren van het verstrekken van leningen, en/of;
- 2) het zonder plaatsingsgarantie plaatsen van door projecteigenaren of een SPV uitgegeven effecten²¹ of voor crowdfunding toegelaten instrumenten én het ontvangen en doorgeven van orders van klanten met betrekking tot die effecten en voor crowdfunding toegelaten instrumenten.²² Hierna wordt gemakshalve gesproken van zakelijke crowd lending respectievelijk crowd investing, en niet van 'crowdfundingdiensten die zien op leningen in de zin van de ECSPR' of 'crowdfundingdiensten die zien op effecten of voor crowdfunding toegelaten instrumenten in de zin van de ECSPR'. Van belang blijft uiteraard dat niet alle vormen van crowd lending en crowd investing onder de ECSPR vallen.²³

De verplichtingen die de ECSPR formuleert voor zakelijke crowd lending zijn nagenoeg hetzelfde als

voor crowd investing. Wel formuleert de ECSPR voor crowd investing additionele eisen voor effectenbewaring.²⁴ Ook moeten crowdfundingdienstverleners in het blad met essentiële informatie (hierna: 'KIIS'²⁵) andere informatie verstrekken aan de geldgevers bij leningen dan bij effecten en voor crowdfunding toegelaten instrumenten.²⁶ Leningen en effecten hebben immers andere eigenschappen. Zo moet bij effecten en voor crowdfunding toegelaten instrumenten bijvoorbeeld het totale aantal, de soort effecten en de inschrijvingsprijs bekend worden gemaakt, en bij leningen bijvoorbeeld de aard, duur, voorwaarden van de lening en de toepasselijke rentevoet.²⁷

3. Huidige regulering zakelijke crowd lending

3.1. Wft-verbod op het aantrekken en bemiddelen in het aantrekken van opvoerbare gelden

Momenteel is er in Nederland, afgezien van specifieke vrijstellingen en voorwaarden voor ontheffingen, geen duidelijk eigen regulerend kader voor zakelijke crowd lending.²⁸ De Nederlandse toezichtrechtelijke regulering van zakelijke crowd lending bestaat uit vrijstellingen en ontheffingen van verbodsbepalingen in de Wft die van toepassing zijn op de verschillende partijen die bij crowdfunding een rol spelen.²⁹ Bij crowdfunding zijn de volgende partijen betrokken: geldgevers (de 'crowd'); de partij die voor een project een geldlening vraagt: de initiatiefnemer; en het crowdfundingplatform die deze partijen – en de financieringsvraag en het financieringsaanbod – bij elkaar brengt. Een externe partij, in Nederland doorgaans een stichting derdengelden, bewaart de bijeengebrachte gelden zodra een geldgever een betaling op een project verricht; totdat dat het streefbedrag binnen de tijd wordt behaald en de stichting derdengelden of de betaaldienstverlener het geld aan de initiatiefnemer doorbetaalt. Daarnaast bewaren zij gelden zodra de initiatiefnemer de

16. The Irish Times 19 oktober 2020, 'New Crowdfunding Rules to Benefit Businesses and Investors'; 'Irish Rural Link Submission to the Central Bank Strategic Plan 2019-2021', in: *Plean Straitéiseach 2019-2021 - Rannpháirtíocht Phoiblí - Aighneachtaí a Fuarthas*, Banc Ceannais na hÉireann (Central Bank of Ireland) 2018, p. 78; European Crowdfunding Network, *Country Crowdfunding Factsheet*, 2018, p. 5; J. Beashel e.a., 'Chapter XIV: Ireland', in: Aschenbeck-Florange & Dlouhy, *Review of Crowdfunding Regulation & Market Developments for RES Project Financing in the EU - "Unleashing the Potential of Crowdfunding for Financing Renewable Energy Projects"*, Osborne Clarke Germany: CrowdFundRES 2015, p. 231.

17. Artikel 3 ECSPR; Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.1.

18. Artikel 2 lid 1 onderdeel a ECSPR.

19. Het is een nieuw begrip dat niet terugkomt in andere richtlijnen, verordeningen of de literatuur.

20. Hobza & Vondráčková, *SSRN/Prague Law Working Papers Series* 2020, nr. 2020/III/2, § 3.1.

21. In de zin van bijlage 1 deel A punt 7 MiFID II; artikel 2 lid 1 onderdeel a ECSPR.

22. In de zin van bijlage 1 deel A punt 1 MiFID II; artikel 2 lid 1 onderdeel a subonderdeel i & ii ECSPR.

23. Zoals crowd lending voor consumentenleningen (artikel 1 lid 2 ECSPR).

24. Vgl. E.L.M van Kranenburg & D.A.J.M Melchers, 'De toekomstige Europese Verordening voor Crowdfundingdienstverleners (Deel II)', *FR* 2020, afl. 12, p. 2.

25. Afkorting voor: Key Information Investment Sheet.

26. Bijlage 1, deel D en G ECSPR.

27. Bijlage 1, deel D en G ECSPR.

28. *Aanhangsel Handelingen II* 2018/19, 3473, p. 3, antwoord vraag 7; Kamerstukken II 2015/16, 32 545, nr. 55, bijlage 'Reactie op wetgevingswensen DNB en AFM 2016'; AFM Wetgevingsbrief 27 juni 2016, kenmerk ReZp-16043251, p. 3; AFM wetgevingsbrief 23 juni 2015, kenmerk MeFk-1 5063180, p. 3.

29. *Aanhangsel Handelingen II* 2018/19, 3473, p. 3, antwoord vraag 7; Artikel 3:5 en 4:3 Wft. Zie voor de privaatrechtelijke regulering mijn artikel uit 2020: Van Beusekom, *NTBR* 2020, afl. 8 en S.N. Demper & M.L. Lousse, *Crowdfunding – een juridische verkenning*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2019. Over zekerheden bij crowd lending: J.W.A. Biemans & R. Galema, 'Crowd lending en zekerheden voor de crowd - Economisch empirisch onderzoek en juridische analyse', *FR* 2020, afl. 9.

(gedeeltelijke) aflossing aan de stichting derdengelden of de betaaldienstverlener voldoet; totdat deze de aflossing doorbetaalt aan de geldgever.³⁰

Initiatiefnemers en in sommige gevallen ook het crowdfundingplatform vallen bij crowdlanding onder het verbod op het aantrekken, ter beschikking verkrijgen of ter beschikking hebben van opvorderbare gelden.³¹ Verder valt het crowdfundingplatform tijdens het ophalen van het streefbedrag en daarna onder het verbod op het bemiddelen in het aantrekken van opvorderbare gelden.³²

De Nederlandsche Bank (hierna: 'DNB') merkt de gelden die de, aan de crowdfundingplatformen verbonden, stichtingen derdengelden aantrekken met een concrete opdracht deze door te betalen niet aan als opvorderbare gelden, indien de doorbetaling geschiedt binnen 90 dagen.³³ Hierdoor vormt het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden doorgaans (dus als de stichting de gelden aan de initiatiefnemer doorbetaalt binnen 90 dagen) geen belemmering voor de stichtingen derdengelden. Om crowdlanding mogelijk te maken is verder onder meer in de Vrijstellingsregeling Wft (hierna: 'VrWft') in een specifieke vrijstelling voorzien voor initiatiefnemers van het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden en kunnen crowdfundingplatformen een ontheffing vragen bij de AFM van het verbod op het bemiddelen in opvorderbare gelden.³⁴

3.2. Eisen ontheffing crowdfundingplatformen

Aan de ontheffing voor crowdfundingplatformen van het verbod op het bemiddelen in het aantrekken van opvorderbare gelden zijn sinds 2016 eisen verbonden die uit het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: 'BGfo') volgen.³⁵ Het gaat om relatief lichte en algemene eisen, wat aansluit bij de wens van de AFM destijds. De AFM achtte gedetailleerde eisen onwenselijk en wees erop dat deze mogelijk binnen enkele jaren achterhaald zouden kunnen zijn of de groei van de markt onnodig zouden kunnen belemmeren.³⁶

De huidige eisen zijn er voornamelijk op gericht om disfunctioneren van en fraude door het crowdfundingplatform te voorkomen.³⁷ Zo moeten crowdfundingplatformen ervoor zorgen dat de betrouwbaarheid van hun personeelsleden buiten twijfel staat.³⁸ De regels introduceren tevens een geschiktheidstest voor dagelijks beleidsbepalers van de crowdfundingplatformen.³⁹ Deze houdt in dat beleidsbepalers en indien aanwezig ook toezichhouders getoetst worden op hun geschiktheid om het dagelijks beleid te voeren.⁴⁰ Ook zijn er met het Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 eisen met betrekking tot de bedrijfsvoering van het crowdfundingplatform opgenomen, zoals het adequaat voeren van beleid, de zeggenschapsstructuur, beheerste en integere uitoefening van het bedrijf en adequate behandeling van klachten.⁴¹

Naast de eisen die uit het BGfo volgen, verbindt de AFM sinds 29 september 2017 aan de vergunningen en ontheffingen van crowdfundingplatformen strengere algemene voorschriften.⁴² Bevoegdheid tot het verbinden van deze voorschriften aan de ontheffing van het verbod op het bemiddelen in het aantrekken van opvorderbare gelden heeft de AFM, voor zover de voorschriften gericht zijn op het beschermen van de belangen uit deel 4 Wft.⁴³ Deel 4 van

30. Van Beusekom, *NTBR* 2020, afl. 8, p. 256.

31. In de zin van artikel 3:5 lid 1 Wft; J.R.C. Tangelder, 'Regulering van crowdfundingplatforms: een goede stap in de verkeerde richting', *MvO* 2016, afl. 5-6, § 3.2-3.3; J.M. van Poelgeest, 'Crowdfunding in 2016', *Bb* 2016, afl. 8, § 7.3; J.M. van Poelgeest, 'Crowdfunding, mede mogelijk gemaakt door de wetgever?', *O&F* 2014, afl. 4, p. 45-49.

32. In de zin van artikel 4:3 lid 1 Wft. Artikel 24b lid 1 onder c VrWft; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 16-17; Wijziging Vrijstellingsregeling Wft in verband met crowdfunding, *Stert.* 2016, 16472, p. 2-3; AFM & DNB Interpretatie Crowdfunding 2013, p. 3; Hof Den Bosch 26 mei 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:1639, *JOR* 2020/208, m.nt. A.M.F. Hakvoort, r.o. 3.8; E.W.J. van Eerden & L.J. Silverentand, *Hoofdlijnen Wft* (Recht en Praktijk nr. FR6), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 413-414; J.M. van Poelgeest, 'Crowdfunding en Compliance', *TvCo* 2017, afl. 2; p. 123; T.W. Beenen, M.L.H. Lukkes & J. Reijmer, 'Toezicht op crowdfundingplatformen: op weg naar een volwaardig wettelijk regime?', *FRP* 2016, afl. 7-8, § 1 en 2.1.1.

33. Van Eerden & Silverentand 2018, p. 413; Hakvoort, 'Reactie FG Lawyers – Consultatiedocument Juridisch kader crowdfundingplatformen onderhandse leningen', fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2017/11/November-2017-Reactie-FG-Lawyers-Consultatie-Nederlands-wettelijk-kader-crowdfunding-platformen.pdf, p. 8; Beenen, Lukkes & Reijmer, *FRP* 2016, afl. 7-8, § 2.3.2. Over opvorderbare gelden die zijn aangetrokken met een concrete opdracht tot doorbetaling: *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 230; S. Leloux, 'Peer-to-peer lending. De regulering van een innovatieve financieringsvorm', *TvFR* 2013, afl. 5, p. 146.

34. Artikel 24b VrWft. Zo hebben bijvoorbeeld de crowdfundingplatformen Capitalcircle, Collin Crowdfund, CrowdAboutNow, Funding Circle, Geldvoorelkaar, Horeca Crowdfunding Nederland, Lendico, NLIinvesteert, Oneplanetcrowd, Samen in Geld, The Dutch Deal, Voordegroei en ZIB Crowdfunding een ontheffing als bemiddelaar in opvorderbaar geld: AFM, Register Crowdfundingplatformen, afm.nl

35. Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 25; S.N. Demper & M.L. Lousse, 'Regulering van crowdfunding: een update', *TOP* 2017, afl. 2, § De positie van de geldgever en de geldvrager bij loan-based crowdfunding. De BGfo is de algemene maatregel van bestuur op grond waarvan de regels worden gesteld waaraan de houder van de ontheffing zich dient te houden (artikel 4:3 lid 4 Wft).

36. AFM Wetgevingsbrief 27 juni 2016, kenmerk ReZp-16043251, p. 3.

37. Artikel 4:3 lid 4 Wft jo. artikel 2 tot en met 3 BGfo; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 17.

38. Artikel 4:3 lid 4 Wft jo. artikel 2 BGfo; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 17.

39. Artikel 2a BGfo; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98); Van Eerden & Silverentand 2018, p. 418-420.

40. Artikel 2a BGfo.

41. Artikel 2b BGfo; artikel 4:3 lid 4 Wft; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 25.

42. Van Eerden & Silverentand 2018, p. 426.

43. Het verbod het bemiddelen in het aantrekken van opvorderbare gelden volgt immers uit deel 4 Wft (artikel 4:3 Wft). De bevoegdheid van de AFM volgt uit artikel 1:102 lid 2 Wft; vgl. Van Eerden & Silverentand 2018, p. 425; Demper & Lousse 2019, p. 36.

de Wft inzake het gedragstoezicht is, mede in het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en de zorgvuldige behandeling van cliënten.⁴⁴ De AFM heeft een document op haar website gepubliceerd waarin de voorschriften zijn opgesomd die de AFM verbindt aan het verlenen van de ontheffing.⁴⁵ Het document noemt de woorden 'investeren', 'investeringsgrens' en 'vrij belegbaar vermogen', terwijl de voorschriften uit het document zien op crowdlending.⁴⁶ Deze tegenstelling roept de vraag op hoe de AFM tegen crowdlending aankijkt, of de AFM parallellen ziet met investeren en hoe veel waarde aan de woordkeus van de AFM moet worden toegekend.

Uit het document van de AFM volgen voorschriften als een investeringsgrens voor consument-geldgevers om via één crowdfundingplatform in totaal niet meer dan € 80.000 te investeren in geldleningen.⁴⁷

Ook verbindt de AFM aan de ontheffing het voorschrift dat crowdfundingplatformen consument-geldgevers een bedenktijd van 24 uur geven.⁴⁸

Om te beoordelen of consument-geldgevers over de nodige kennis en ervaring beschikken om de risico's te begrijpen en of deze een verantwoord deel, te weten maximaal 10%, van het vrij belegbaar vermogen in crowdfunding investeren, dienen crowdfundingplatformen een investeerderstoets af te nemen bij consument-geldgevers.⁴⁹ Crowdfundingplatformen dienen zich er op effectieve wijze voor in te spannen dat consument-geldgevers een verantwoord deel van hun vermogen investeren.⁵⁰ Ook dient deze de consument-geldgever te adviseren om het vermogen over verschillende leningen te spreiden.⁵¹ Crowdfundingplatformen dienen de investeerderstoets af te nemen bij iedere de consument-geldgever die voor het eerst via het crowdfundingplatform voor een bedrag van € 500 gaat investeren en moet worden herhaald bij iedere volgende investering waarbij het totaal geïnvesteerde bedrag de grens van respectievelijk € 5.000, € 10.000, € 20.000 en € 40.000 overschrijdt.⁵²

Bovendien gelden er informatieverplichtingen voor het crowdfundingplatform, om consument-geldgevers te voorzien van voldoende achtergrondinformatie zodat zij een weloverwogen investeringsbeslissing kunnen nemen.⁵³ Het gaat hierbij in ieder geval over de volgende informatie: de totale bemiddelde som, aflossingen en uitbetaalde rente, het totaal aan betalingsachterstanden en afboekingen, een uitsplitsing van betalingsachterstanden en het bedrag dat nog moet worden afgelost.⁵⁴ Deze informatie dient 48 uur voordat het project voor inschrijvingen geopend wordt beschikbaar te zijn.⁵⁵ De AFM beveelt crowdfundingplatformen aan om een paragraaf over de risico's die met een investering gepaard gaan, de zekerheden die op de lening zijn gevestigd en de financiële vooruitzichten van de initiatiefnemer op te nemen.⁵⁶

Ook dienen crowdfundingplatformen een beleid te hebben voor het beoordelen van leningaansvragen. Ze dienen hierbij aan geldleningen een risicoclassificatie toe te wijzen en daarvoor een beleid te hebben en bandbreedtes te hanteren voor de rentepercentages die corresponderen met de risicoclassificaties van bepaalde leningen.⁵⁷

Ten aanzien van de geldstromen schrijft de AFM voor dat crowdfundingplatformen gebruik maken van een derde partij – een betaaldienstverlener, elektronische geldinstelling of een rekening bij een stichting derdengelden – via welke de geldstromen lopen.⁵⁸ Hiermee zouden de gelden zijn afgescheiden van het vermogen van het crowdfundingplatform.⁵⁹ Al met al gelden er veel voorwaarden voor crowdfundingplatformen bij crowdlending. In de literatuur werd eerder al opgemerkt dat er door de voorwaarden sprake is van een verkapte vergunningplicht.⁶⁰ De voorwaarden in de ECSPR gaan verder. Ze reguleren zakelijke crowdlending en crowdinvesting op nagenoeg dezelfde wijze.

44. Artikel 1:25 Wft; *Kamerstukken II 2004/05*, 29 708, nr. 19, p. 312; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 6-8.

45. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, afm.nl.

46. Er is immers een specifieke 'investeringsgrens' voor leningen: "1. Een consument kan via [platform] in totaal niet meer dan € 80.000 investeren in leningen", AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1; Demper & Louisse 2019, p. 36; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 425.

47. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1; Deze grens was eerst € 40.000. Ook gold eerder een investeringsgrens van 100 keer investeren; AFM Rapport Crowdfunding 2014, p. 36; AFM Nieuwsbrief 10 december 2015.

48. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1.

49. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

50. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1; AFM Nieuwsbrief 10 december 2015. Vgl. Van Eerden & Silverentand 2018, p. 428.

51. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1.

52. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1.

53. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 428; Demper & Louisse 2019, p. 39.

54. AFM, Crowdfundingplatformen moeten informatie over risico's verbeteren, 30 december 2016.

55. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1.

56. AFM, Aanbevelingen voor informatievoorziening aan investeerders over loan-based crowdfundingprojecten, 26 april 2018, p. 14-16; AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

57. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

58. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

59. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2. Over vermogensscheiding: Hoge Raad 15 november 2002, ECLI:NL:PHR:2002:AF0576, NJ 2003/373, m.nt. W.M. Kleijn (*De Kroon/Peters*), r.o. 3.4.1-3.4.4; *Kamerstukken II 2001/02*, 22 775 en 23 706, nr. 21, p. 4; Asser/Bartels & Mierlo 3-IV 2013/576; A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2005, p. 245.

60. A.M.F. Hakvoort, 'Reactie FG Lawyers BV Consultatie Wijzigingsbesluit Financiële Markten 2016', p. 2; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 21; J.M. Poelgeest, 'Crowdfunding en Compliance', *TvCo* 2017, p. 123; Tangelder, *MvO* 2016, 5-6, § 3.3.

4. ECSPR als MiFID II-light voor zakelijke crowdlanding

4.1. Vergunningsplicht ECSPR crowdfundingdienstverleners

De ECSPR reguleert 'crowdfundingdienstverleners'.⁶¹ Niet het crowdfundingplatform, maar de crowdfundingdienstverlener moet op grond van de ECSPR een vergunning aanvragen.⁶² De ECSPR definieert het begrip 'crowdfundingplatform' als een openbaar toegankelijk online-informatiesysteem dat door een crowdfundingdienstverlener wordt geëxploiteerd of beheerd.⁶³

De rechtspersoon van het crowdfundingplatform zal in de meeste gevallen worden beschouwd als de crowdfundingdienstverlener.⁶⁴ De definitie van crowdfundingdienstverlener in de zin van de ECSPR is immers "een rechtspersoon die crowdfundingdiensten verleent" (zie paragraaf 2 voor de definitie van 'crowdfundingdienst').⁶⁵

In de ECSPR wordt de initiatiefnemer 'projecteigenaar' genoemd. Bij de bespreking van de ECSPR in deze paragraaf (§ 4.2-4.6) hanteer ik het begrip 'projecteigenaar', erbuiten het begrip 'initiatiefnemer'. Er bestaat geen inhoudelijk verschil tussen beide begrippen. Verder hanteert de ECSPR het begrip 'belegger'. De geldgever, zoals ik de partij noem die het geld verstrekt voor de lening/koop van de aandelen in dit artikel, is 'belegger' in de zin van de ECSPR. Dat de ECSPR ook bij geldleningen het begrip 'belegger' gebruikt, kan erop duiden dat crowdlanding onder de ECSPR vergelijkbaar wordt geacht met crowdinvesting. Het begrip 'belegger' speelt immers eerder een rol bij beleggingsondernemingen en financiële instrumenten in

de zin van de Wft bij crowdinvesting dan bij crowdlanding.⁶⁶ Bij crowdlanding gaat het om een geldleningsovereenkomst. De wet spreekt in de Wft (bij consumentenkrediet) van 'aanbieders' van krediet en het BW duidt de partij die het geld verstrekt aan als 'uitlener', niet als 'belegger'.⁶⁷ Wederom hanteer ik in deze paragraaf (§ 4.2-4.6) het ECSPR-begrip 'belegger' en erbuiten het begrip 'geldgever'.

Het regime voor zakelijke crowdlanding onder de ECSPR is op bepaalde punten gelijk aan huidige Nederlandse regime voor zakelijke crowdlanding. Parallelen bestaan er met de voorschriften over de betrouwbaarheid van het personeel van crowdfundingdienstverleners, de geschiktheidstoets voor beleidsbepalers, zeggenschapsstructuur, beheerste en integere uitoefening, integer beleid en klachtenprocedures.⁶⁸ Ook vergelijkbaar zijn de voorschriften over de beoordeling van het kredietrisico,⁶⁹ al is het toewijzen van een kredietrisicobeoordeling of rating aan een project niet verplicht onder de ECSPR,⁷⁰ en het voorschrift dat de crowdfundingdienstverlener de verzuimgraad openbaar dient te maken.⁷¹

De verschillen tussen de ECSPR en het huidige regime komen aan bod in paragraaf 4.2-4.6. Paragraaf 4.7 beantwoordt de vraag of de ECSPR voor zakelijke crowdlanding een MiFID II-light regime inhoudt.

61. Artikel 3 ECSPR; Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.1; Van Kranenburg & Melchers, *FR* 2020, afl. 11, p. 6.

62. Artikel 3 en 12 ECSPR.

63. Artikel 2 lid 1 onderdeel d ECSPR.

64. Dit is niet zo als bijvoorbeeld een bank gebruik maakt van een extern crowdfundingplatform. In dat geval zal de bank – in tegenstelling tot onder de huidige regelgeving – zelf een vergunning als crowdfundingdienstverlener moeten aanvragen, en volstaat de vergunning van (de rechtspersoon van) het crowdfundingplatform hiervoor niet.

65. Artikel 2 lid 1 onderdeel e ECSPR. Alleen rechtspersonen (geen natuurlijke personen) die een daadwerkelijke en stabiele vestiging in de Unie hebben mogen en/of kunnen een ECSPR-vergunning als crowdfundingdienstverlener aanvragen, zie: overweging 31 ECSPR. N.B. overweging 31 bij de ECSPR bevat een typefout en noemt zowel de woorden 'mogen' als 'kunnen' aanvragen: "Om doeltreffend toezicht te kunnen houden op de crowdfundingdienstverleners, mogen alleen rechtspersonen die een daadwerkelijke en stabiele vestiging in de Unie — en tevens de nodige middelen — hebben, uit hoofde van deze verordening een vergunning als crowdfundingdienstverlener kunnen aanvragen."

66. Van Eerden & Silverentand 2018, p. 191; overweging 2 MiFID I; Afdeling 2.2.12. Wft.

67. Artikel 2:60 lid 1 Wft: "Het is verboden in Nederland zonder een daartoe door de Autoriteit Financiële Markten verleende vergunning krediet aan te bieden" (en artikel 2:81 lid 2 Wft); artikel 7:129 lid 1 BW: "De overeenkomst van geldlening is de kredietovereenkomst waarbij de ene partij, de uitlener (onderstreping auteur), zich verbindt aan de andere partij, de lener, een som geld te verstrekken en de lener zich verbindt aan de uitlener een overeenkomstige som geld terug te betalen." De AFM gebruikt wel de woorden 'beleggen' en 'investeren' in het kader van crowdlanding, zie: AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*.

68. **Over betrouwbaarheid en geschiktheid:** artikel 12 lid 2 onder l en overweging 23 ECSPR. **Over zeggenschapsstructuur:** artikel 8 lid 2 onder c ECSPR. **Over integer beleid:** artikel 4 ECSPR. Vgl. artikel 4:9 en 4:10 Wft; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 210-212; K.W.H. Broekhuizen & W.A.K. Rank, 'Hoofdstuk 12: Beleggingsondernemingen', in: Busch, Doorenbos, Grundmann-van de Krol, Maatman, Nieuwe Weme & Rank, *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2010, p. 417. **Voor crowdlanding** op grond van artikel 2a-2c BGfo; artikel 4:3 lid 4 Wft; Wijzigingsbesluit financiële markten 2016 (*Stb.* 2016, 98), p. 25. **Voor crowdinvesting** op grond van artikel 4:11, 4:13 en 4:14 Wft: GS Toezicht Financiële Markten, art. 4:11 Wft, aant. 5; GS Toezicht Financiële Markten, art. 4:13 Wft, aant. 5; GS Toezicht Financiële Markten, art. 4:14 Wft, aant. 5; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 222-225 en 416; Broekhuizen & Rank, 2010, p. 419-420 en 423.

69. Artikel 4 lid 4 ECSP; AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

70. Artikel 4 lid 4 ECSPR; zie ook kritisch: FD 5 april 2021, 'Verbeter de positie van de particuliere beleggers bij crowdfunding'; FD 29 maart 2021, 'Crowdplatforms geven weinig inzicht in risico en rendement'.

71. Artikel 20 lid 1 ECSP; AFM, 'Crowdfundingplatformen moeten informatie over risico's verbeteren'.

4.2. Minimumvermogen crowdfundingdienstverlener

De ECSPR schrijft voor crowdfundingdienstverleners een minimumwaarborg voor van een eigen vermogen van ten minste het hogere bedrag van de volgende twee bedragen: € 25.000 en een kwart van de vaste kosten van het voorafgaande jaar.⁷² Op dit punt vormt de ECSPR een verzwaring van de regulering ten opzichte van de huidige regulering van zakelijke crowdlanding in Nederland, aangezien noch de Wft, het BGfo, noch de AFM in haar beleid aan de ontheffing voor crowdfundingplatformen eisen aan het minimumvermogen of de solvabiliteit verbinden.

4.3. Vermogensscheiding crowdfundingdienstverlener

De ECSPR waarborgt verder dat financiering van de projecten en andere betalingen bij crowdfunding uitsluitend via een betaaldienstverlener lopen.⁷³ De betalingen mogen via zowel de crowdfundingdienstverlener als via een externe partij lopen, mits de partij via welke de betalingen verlopen een betaaldienstverlener in de zin van de Richtlijn Betaaldiensten is.⁷⁴

Veel Nederlandse crowdfundingplatformen hebben in overeenstemming met de AFM-voorschriften echter een stichting derdengelden opgericht.⁷⁵ DNB vereist voor de stichtingen derdengelden geen vergunning als betaaldienstverlener.⁷⁶ De stichting derdengelden is een typisch Nederlandse figuur voor vermogensscheiding.⁷⁷ Er bestaan onduidelijkheden en lacunes in de regelgeving over stichtingen derdengelden, bijvoorbeeld of een stichting derdengelden uit het oogpunt van mogelijke controle ten minste

meer dan één bestuurder moet hebben. Recentelijk is gebleken dat fraude met derdengelden bewaard bij stichtingen derdengelden lange tijd onopgemerkt kan blijven.⁷⁸

Het voorschrift in de ECSPR houdt een verzwaring in ten opzichte van de huidige regels voor zakelijke crowdlanding, nu er hoge kosten verbonden zijn aan vergunningen voor betaaldienstverleners. Een betaaldienstverlener met een vergunning is een 'betaalinstelling' in de zin van de Wft.⁷⁹ Anders dan voor stichtingen derdengelden, geldt voor betaalinstellingen de eis dat ten minste twee natuurlijke personen het beleid ervan bepalen.⁸⁰ Wel bestaat er een, voor crowdfunding relevante, vrijstellingsmogelijkheid voor betaaldienstverleners, zolang de betaaldienstverlener onder meer in de afgelopen twaalf maanden voor maximaal € 3 miljoen per maand aan betalingstransacties heeft verricht.⁸¹

Het is wenselijk dat de ECSPR verplicht stelt dat de externe partij een vergunning als betaaldienstverlener heeft, zodat de zorgvuldige bewaring van de gelden van de beleggers en de projecteigenaar beter is gewaarborgd.

4.4. Informatieverplichtingen crowdfundingdienstverlener

Een belangrijk onderdeel van de ECSPR vormt de verplichting voor crowdfundingdienstverleners om een KIIS te verstrekken aan aspirant-beleggers.⁸² De projecteigenaar dient het KIIS op te stellen en dient een verantwoordelijkheidsverklaring af te leggen voor de informatie in het KIIS.⁸³ Het gaat hierbij om informatie over de projecteigenaar en het crowdfundingproject, special purpose vehicles, vergoedingen, verhaal, kenmerken van het crowdfundingproces en risicofactoren.⁸⁴ Crowdfundingdienstverleners moeten, als genoemd, andere (crowdfundingdienstspecifieke) informatie verstrekken aan de beleggers bij leningen dan bij effecten en voor crowdfunding toegelaten instrumenten.⁸⁵

Ook deze voorschriften vormen een verzwaring van het regime voor zakelijke crowdlanding ten opzichte van de AFM-voorschriften, nu de crowdfundingdienstverlener de informatieverplichtingen niet slechts tegenover niet-ervaren-beleggers, maar tegenover alle potentiële beleggers heeft. Verder

72. Artikel 11 ECSPR.

73. Artikel 10 lid 3 en 5 ECSPR.

74. Richtlijn (EU) 2015/2366 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende betalingsdiensten in de interne markt, houdende wijziging van de Richtlijnen 2002/65/EG, 2009/110/EG en 2013/36/EG en Verordening (EU) 1093/2010 en houdende intrekking van Richtlijn 2007/64/EG (PbEU 2015, L 337/35) (hierna: 'Richtlijn Betaaldiensten').

75. Dit geldt in ieder geval voor de crowdfundingplatformen: Collin Crowdfund, Geldvoorelkaar, Funding Circle, NL Investeert, Horeca Crowdfunding Nederland, Voordegroei, Oneplanetcrowd, The Dutch Deal, Greencrowd en Capital Circle; vgl. Van Beusekom, *NTBR* 2020, afl. 8, p. 256; AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 2.

76. DNB, 'Q&A – reikwijdte betaaldienstverlening – niet op zichzelf staande betaaltransacties', 2019; Van Poelgeest, *O&F* 2021, afl. 1, p. 20. Vgl. Demper & Louisse 2019, p. 34; Van Poelgeest, *Bb* 2016, afl. 8, p. 53; Tangelder, *MvO* 2016, afl. 5-6, § 3.5; R.J. Boogaard & M.L. Louisse, 'Grenzen aan de toelaatbaarheid van doorbetaling onder de Wft', *FR* 2013, afl. 1-2, p. 37.

77. *Wijzigingswet financiële markten 2022* (MvT), internetconsultatie.nl, p. 2; J. Reijmer, 'De noodzaak van een safeguarding account voor betaalinstellingen en elektronisch geldinstellingen', *FRP* 2016, afl. 6, § De stichting derdengelden.

78. Zoals blijkt uit de fraudezaak tegen notaris Frank Oranje; vgl. de Kamervragen van de leden Van Nispen en Leijten: *Aanhangsel Handelingen II* 2020/21, 1947; FD 3 maart 2021, 'Landsadvocaat verwickeld in schandaal na fraude oud-topman'.

79. Artikel 1:1 onder 'betaalinstelling' Wft.

80. Artikel 3:15 Wft, zie hierover ook artikel 3:9 Wft.

81. Op grond van artikel 1a VrWft jo. artikel 32 & bijlage 1 punt 3 Richtlijn Betaaldiensten. Zie artikel 1a VrWft voor de overige voorwaarden voor de vrijstelling voor betaaldienstverleners.

82. Artikel 23 ECSPR; Demper & Louisse 2019, p. 39.

83. Artikel 23 lid 2 ECSPR; Van Poelgeest, *O&F* 2021, afl. 1, p. 24-25.

84. Bijlage 1 bij ECSPR.

85. Bijlage 1 bij ECSPR.

schrijft de ECSPR specifiek voor welke informatie de crowdfundingdienstverlener dient te verstrekken, dan de AFM-voorschriften. Een verschil met de AFM-voorschriften is dat de AFM crowdfundingplatformen verplicht de informatie 48 uur van te voren ter beschikking te stellen, wat uit de ECSPR niet specifiek volgt.⁸⁶

4.5. Bedenktijd niet-ervaren aspirant-beleggers

De bedenktijd onder de ECSPR vormt een verdere verzwaring van het regime dat nu van toepassing is op zakelijke crowdlanding. De termijn is langer dan de termijn van 24 uur die uit de AFM-voorschriften volgt.⁸⁷ Niet-ervaren aspirant-beleggers hebben op grond van de ECSPR een precontractuele bedenktijd, gedurende welke "de niet-ervaren aspirant-belegger zijn beleggingsaanbod of zijn blijk van belangstelling voor het crowdfundingaanbod te allen tijde kan intrekken zonder opgave van redenen en zonder daarvan enig nadeel te ondervinden."⁸⁸ Deze bedraagt vier kalenderdagen en begint te lopen op het moment van het 'beleggingsaanbod' of de 'blijk van belangstelling' van de aspirant-belegger.⁸⁹ Het moment waarop er sprake is van een 'beleggingsaanbod' of 'blijk van belangstelling' bepaalt wanneer de bedenktijd voor de belegger begint te lopen en daarmee wanneer deze afloopt. Opheldering over beide begrippen is daarmee nodig. 'Beleggingsaanbod' in de zin van de ECSPR lijkt te moeten worden gelezen als 'aanvaarding door de belegger'. De ECSPR lijkt onderscheid te maken tussen het 'crowdfundingaanbod' dat de projecteigenaar doet en het daarop volgende 'beleggingsaanbod' dat de belegger doet (wat naar Nederlands recht de aanvaarding is).⁹⁰ Immers doet niet de aspirant-belegger, zoals de ECSPR lijkt te suggereren met de term 'beleggingsaanbod', maar doet de projecteigenaar naar Nederlands recht het 'aanbod' tot het sluiten van een geldleningsovereenkomst.⁹¹ Meer onduidelijkheid wordt veroorzaakt doordat van lidstaat tot lidstaat kan verschillen wanneer er op grond van het toepasselijke nationale recht sprake is van een (beleggings)aanbod (in de zin van de ECSPR). Dit kan

zijn op het moment dat de belegger het aanbod heeft afgegeven, of op het moment dat het aanbod is aangekomen bij de projecteigenaar.⁹² Ook dit verschil bepaalt uiteindelijk wanneer de bedenktijd afloopt.

Het begrip 'blijk van belangstelling' definieert de ECSPR eveneens niet. Door opname van het begrip 'blijk van belangstelling' beoogt de ECSPR te voorkomen dat een niet-ervaren belegger gebonden is aan een overeenkomst voordat er vier dagen bedenktijd zijn verstreken. Het begrip 'blijk van belangstelling' beoogt de belegger ook een intrekkingmogelijkheid te bieden als deze krachtens overeenkomst of toepasselijk nationaal privaatrecht reeds zou zijn gebonden door enkel blijk te geven van belangstelling.⁹³ Op grond van nationaal recht kan een belegger bijvoorbeeld al gebonden zijn bij een uitnodiging om in onderhandeling te treden of vanwege de mogelijke precontractuele aansprakelijkheid van de belegger(s). Ook een voorwaardelijk beleggingsaanbod moet worden geschaard onder 'blijk van belangstelling'. De belegger is aan een aanvaarding onder ontbindende of opschortende voorwaarde immers gebonden, als het niet komt tot een verval van de opschortende voorwaarde respectievelijk het intreden van de ontbindende voorwaarde.⁹⁴ De rechtspositie van de belegger is niet gelijk aan deze bij een herroeping zonder opgaaf van redenen.

Doordat niet-ervaren aspirant-beleggers deze bedenktijd van vier dagen hebben, is het streefbedrag pas 'definitief' behaald vier dagen nadat de laatste niet-ervaren aspirant-belegger zich heeft ingeschreven op het project en niet van zijn ontbindingsrecht gebruik heeft gemaakt. In veel gevallen zijn projecten echter al binnen enkele uren volgeschreven met geldgevers.⁹⁵ Ook als een project al binnen een uur is volgeschreven, is het streefbedrag pas na verloop van de bedenktijd van vier dagen definitief behaald. Om zekerder te zijn van de betalingen zijn er crowdfundingplatformen die alle beleggers via de algemene voorwaarden of overeenkomst verplichten om de geldsom te betalen voordat het streefbedrag is behaald.⁹⁶ Een extra verzwaring volgt uit het voorschrift voor crowdfundingdienstverleners onder de ECSPR om tijdens de bedenktijd van vier dagen geen gelden op te halen bij de beleggers.⁹⁷ De ECSPR vertraagt het proces enigszins: pas na vier dagen is het streefbedrag definitief behaald en crowd-

86. Artikel 19 lid 4 ECSPR stelt dat de informatie uit het eerste lid aan de cliënten wordt meegegeven ten minste voordat zij een crowdfundingtransactie aangaan. Artikel 19 lid 1 ECSPR verwijst naar "alle informatie, inclusief publicitaire mededelingen als bedoeld in artikel 27, die door crowdfundingdienstverleners aan cliënten wordt verstrekt over henzelf, over de kosten, financiële risico's en lasten in verband met crowdfundingdiensten of beleggingen (...)" waardoor ook het KIIS hieronder kan vallen, wat betekent dat de crowdfundingdienstverlener het KIIS dient te verstrekken aan de cliënten voordat de crowdfundingtransactie wordt aangegaan.

87. AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1.

88. Artikel 22 lid 2 ECSPR.

89. Artikel 22 lid 2-3 ECSPR.

90. Zie overweging artikel 2 lid 1 onder f en 47 ECSPR; Van Beusekom, *NTBR 2020*, afl. 8, p. 261-262.

91. Van Beusekom, *NTBR 2020*, afl. 8, p. 261-262.

92. Vgl. *Asser/Sieburgh 6-III 2018/181-184*.

93. Vgl. overweging 47 ECSPR.

94. Vgl. over opschortende en ontbindende voorwaarden bij crowdlanding: Van Beusekom, *NTBR 2020*, afl. 8, p. 264-265.

95. Zie bijvoorbeeld: Collin Crowdfund, 'Introductie lenen', collincrowdfund.nl; Collin Crowdfund, 'Investeringskansen', collincrowdfund.nl.

96. Artikel 29.2 & 42.2 AV Collin Crowdfund; artikel 29.2 & 42.2 AV Greencrowd; artikel 5.4-5.6 AV bij financieringen NLIinvesteert; Van Beusekom, *NTBR 2020*, afl. 8, p. 265.

97. Overweging 47 bij ECSPR.

fundingdienstverleners mogen geldgevers niet meer vooruit laten betalen.⁹⁸

4.6. Overige verzwaringen regime zakelijke crowdlending door ECSPR

Uit de ECSPR volgen meer voorschriften die een verzwaring van het regime voor zakelijke crowdlending betekenen, zoals het voorschrift om geen vergoeding, korting of niet-geldelijk voordeel te betalen of te aanvaarden om beleggers naar een bepaald crowdfundingaanbod te leiden.⁹⁹ Om belangentegenstellingen te voorkomen, mogen crowdfundingdienstverleners verder niet deelnemen crowdfundingprojecten die op hun website staan.¹⁰⁰ Ook dienen crowdfundingdienstverleners effectieve interne regels in stand te houden en toe te passen.¹⁰¹ Bovendien is de ECSPR uitgebreider dan de AFM-voorschriften op het punt van reclame-uitingen, doordat het voorschrijft dat reclame-uitingen niet specifiek tot een individuele belegger gericht mogen zijn en in overeenstemming moeten zijn met de informatie die volgt uit het KIIS.¹⁰² Ook dienen reclame-uitingen duidelijk als zodanig herkenbaar te zijn.¹⁰³ Verder formuleert de ECSPR duidelijkere regels voor niet-ervaren aspirant-beleggers van wie uit de investeerderstoets blijkt dat zij over onvoldoende kennis, vaardigheden of ervaring beschikken. De crowdfundingdienstverlener dient in dat geval een risicowaarschuwing af te geven en de niet-ervaren aspirant-belegger dient uitdrukkelijk de risico's van crowdfunding te erkennen, waar de AFM-voorschriften enkel bepalen dat het crowdfundingplatform de consument actief op de risico's wijst.¹⁰⁴

4.7. ECSPR als MiFID II-light voor zakelijke crowdlending

Het regime voor zakelijke crowdlending schuift met de ECSPR op naar het huidige regime voor crowdinvesting (een MiFID II-light regime voor zakelijke crowdlending onder de ECSPR).

98. Wel lijkt met de snelheid van het financieringsproces bij crowdfunding rekening te zijn gehouden in de ECSPR. In ander (consumenten)beschermend recht wordt immers doorgaans een bedenktijd van veertien dagen voorgeschreven: vgl. artikel 7:66 bij consumentenkrediet en 6:230o BW bij overeenkomsten op afstand of overeenkomsten buiten de verkoopruimte.
99. Artikel 3 lid 3 ECSPR; Hooghiemstra, *SSRN* 2020, p. 6. Het is echter wel toegestaan voor crowdfundingdienstverleners om specifieke crowdfundingprojecten voor te stellen die voldoen aan een of meer, door de belegger gekozen, specifieke parameters of risico-indicatoren (Artikel 3 lid 4 ECSPR).
100. Artikel 8 ECSPR.
101. Artikel 8 lid 3 ECSPR.
102. Artikel 27 ECSPR.
103. Artikel 27 lid 1 ECSPR.
104. Artikel 21 lid 7 ECSPR; AFM, *Voorschriften ten aanzien van de bedrijfsvoering*, p. 1. Deze uitdrukkelijke erkenning van de risico's dienen niet-ervaren aspirant-geldgevers onder de ECSPR ook af te geven indien zij meer dan € 1000 of 5% van hun nettovermogen investeren.

In het geval van crowdinvesting verleent het crowdfundingplatform momenteel beleggingsdiensten en zijn zowel de initiatiefnemer als de geldgever cliënt.¹⁰⁵ Het gaat om de beleggingsdiensten: het ontvangen of doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten (voor de geldgever als cliënt) en het zonder plaatsingsgarantie plaatsen van financiële instrumenten (voor de initiatiefnemer als cliënt bij de geldgever als belegger).¹⁰⁶ Voor crowdfundingplatformen die crowdinvesting aanbieden gelden regels ter voorkoming van belangenconflicten,¹⁰⁷ uitgebreidere informatieplichten en zorgplichten. Bovendien geldt voor crowdfundingplatformen die crowdinvesting aanbieden een (doorlopende) prudentiële eis van een minimum-eigen vermogen van € 50.000, hoger dan dat in de ECSPR.¹⁰⁸ Verder gelden er strengere regels voor de bewaring van de financiële instrumenten en gelden van cliënten; deze dienen crowdinvestingplatformen aan te houden op één of meer rekeningen

105. Als genoemd in artikel 1:1 Wft onder 'beleggingsonderneming' en 'verlenen van een beleggingsdienst'; Van Kranenburg & Melchers, *FR* 2020, afl. 11; Demper & Louisse 2019, p. 34-35; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 416-417; Van Poelgeest, *TvCo* 2017, afl. 2, § 3.2; § 2; Beenen, Lukkes & Reijmer, *FRP* 2016, afl. 7-8, § 2; Van Poelgeest, *Bb* 2016, afl. 8, § 3; Tangelder, *MvO* 2016, afl. 5-6, § 3.6-3.7; Van Poelgeest, *O&F* 2014, afl. 4, p. 52; C.J. Noordam, 'Crowdfunding: een nieuw, maar niet minder risicovol alternatief', *FIP* 2014, afl. 5, § Financieel toezicht.
106. Als genoemd in artikel 1:1 Wft onder 'beleggingsonderneming' en 'verlenen van een beleggingsdienst'. **Ontvangen of doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten:** ESMA, *Investment-based crowdfunding: Insights from regulators in the EU*, 2015, p. 3-4; Artikel 1:1 Wft onder 'verlenen van beleggingsdiensten' onder a Wft; DNB en AFM, 'DNB en AFM geven interpretatie over crowdfunding', p. 3; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 417 en 191; Demper & Louisse 2019, p. 35. **Plaatsen zonder plaatsingsgarantie van financiële instrumenten:** Van Kranenburg & Melchers, *FR* 2020, afl. 11; Demper & Louisse 2019, p. 34-35; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 416-417; Van Poelgeest, *TvCo* 2017, afl. 2, § 3.2; § 2; Beenen, Lukkes & Reijmer, *FRP* 2016, afl. 7-8, § 2; Van Poelgeest, *Bb* 2016, afl. 8, § 3; Tangelder, *MvO* 2016, afl. 5-6, § 3.6-3.7; Van Poelgeest, *O&F* 2014, afl. 4, p. 52; Noordam, *FIP* 2014, afl. 5, § Financieel toezicht. De AFM en DNB noemen in hun interpretatiedocument echter niet dat het crowdfundingplatform optreedt als placement agent; de financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie bij de beleggers plaatst (DNB en AFM, 'DNB en AFM geven interpretatie over crowdfunding'). Dit staat haaks op de ECSPR waarin wordt gesteld dat het voornaamste kenmerk van crowdfunding is dat beide beleggingsdiensten gezamenlijk verleend worden (Overweging 10 ECSPR).
107. Artikel 4:88 Wft jo. artikel 33 en 34 MiFID II Uitvoeringsverordening; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 243; Broekhuizen & Rank, 2010, p. 450-451.
108. Artikel 3:53 & 3:57 Wft jo. artikel 48 lid 1 onder h Besluit prudentiële regels ('Bpr'); het crowdfundingplatform verricht immers één of meerdere van de beleggingsdiensten a of f. Hierover: GS Toezicht Financiële Markten, art. 3:53 Wft, aant. A; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 229-230; Broekhuizen & Rank, 2010, p. 415. Over de bewaring van de terugbetalingen aan de investeerders zwijgt de ECSPR echter.

ten name van de client bij een bank.¹⁰⁹ Ook kan de prospectusplicht gelden en de plicht om een informatiedocument te publiceren ten opzichte van zowel consument als niet-consument geldgevers.¹¹⁰ Al met al vertoont het strengere regime voor zakelijke crowdlanding onder de ECSPR overeenkomsten met het huidige regime voor crowdinvesting onder MiFID II en de Wft.

5. Analyse verzwaring regime zakelijke crowdlanding door ECSPR

Zoals hiervoor genoemd heeft de praktijk de verzwaring van het regime voor crowdlanding ingevolge de ECSPR over het algemeen positief ontvangen. Met name wordt het niveau van beleggersbescherming door de ECSPR naar een hoger niveau getild.¹¹¹ Bescherming van de mkb-initiatiefnemer vormt daartegen niet het uitgangspunt van de ECSPR en komt in de verordening nauwelijks aan bod.

Dat de ECSPR de regimes voor zakelijke crowdlanding en crowdinvesting gelijktrekt, staat weliswaar in contrast met de huidige afwezigheid van Europese harmonisatie van de regulering crowdlanding tegenover het maximaal en strikt geharmoniseerd gereuleerde crowdinvesting op grond van MiFID II.¹¹² Crowdlanding gaat in landen waar dit niet gereuleerd is van ongereuleerd naar intensief gereuleerd op Europees niveau.¹¹³ Andere crowdfundingactiviteiten, zoals consumentencrowdlanding, die niet onder de ECSPR vallen, zullen in sommige lidstaten ongereuleerd blijven.¹¹⁴ Macchiavello, Zetz-

sche en Preiner pleitten echter, al voordat de definitieve tekst van de ECSPR werd gepubliceerd, voor een verschuiving van de regulering van crowdlanding naar een MiFID II-light regime.¹¹⁵

Een argument om de regulering van crowdlanding gelijk te trekken met crowdinvesting is dat crowdlanding ook een investeringskarakter heeft.¹¹⁶ Crowdfundingplatformen bieden het 'publiek' 'investeringsmogelijkheden' in de gepubliceerde projecten en spreken van 'investeren' en 'investeers', ook als deze geen crowdinvesting, maar alleen crowdlanding aanbieden.¹¹⁷ Uit onderzoek blijkt verder dat geldgevers weinig onderzoek verrichten voorafgaand aan hun investering en vaak overoptimistisch zijn, wat de ratio is achter veel van de beschermende bepalingen die MiFID II zelfs ten opzichte van zakelijke cliënten formuleert.¹¹⁸ Afhankelijk van de rol van het crowdfundingplatform, als deze meer betrokken is bij de geldgevers en de initiatiefnemer waardoor deze zich meer verlaten op het crowdfundingplatform, is een verzwaring van de regulering rechtvaardig.¹¹⁹ Dit geldt evenzeer gezien de eerder genoemde risico's die spelen bij crowdlanding: dat geldgevers overhaast en niet weloverwogen de beslissing nemen om te 'investeren', verzuim van de initiatiefnemer, due diligence door het crowdfundingplatform, continuïteitsrisico's door een faillissement van het crowdfundingplatform, belangenverstremeling bij het crowdfundingplatform, het feit dat de geldleningen meestal niet verhandelbaar zijn wat exit-mogelijkheden voor geldgevers uitsluit, transparantie over de kosten en vermogensscheiding.¹²⁰ Als bijkomend voordeel noemen Zetzsche en Preiner dat gelijke regulering van crowdlanding en crowdinvesting ervoor zorgt dat crowdfundingplatformen zonder moeilijkheden hun diensten aan kunnen bieden in de Europese Unie, of ze nu crowdlanding, crowdinvesting of een mengvorm aanbieden.¹²¹ Daarnaast zullen mkb'ers hierdoor eerder

109. Artikel 7:15 Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft jo. artikel 4:87 Wft; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 217-219; Broekhuizen & Rank, 2010, p. 446-447.

110. Artikel 4:19, 4:20 Wft & artikel 168 lid 3 BGfo; GS Toezicht Financiële Markten, art. 4:19 Wft, aant. 6-8; GS Toezicht Financiële Markten, art. 4:20 Wft, aant. 5; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 238-239; Broekhuizen & Rank, 2010, p. 435. Over artikel 168 lid 3 BGfo: *Kamerstukken II 2018/19*, 35 108, nr. 3, p. 3; vgl. C. Estevan de Quesada, 'Crowdfunding in Europe', in: Grundmann, *European Contract Law in the Digital Age*, Cambridge: Intersentia 2018, p. 122; J.M. Brussen & I.P.M.J. Janssen, 'Het aantrekken van kapitaal door de uitgifte van obligaties door een MKB-onderneming', *O&F* 2019, afl. 1, p. 42-43; Demper & Louisse 2019, p. 24-27; Van Poelgeest, *TvCo* 2017, afl. 2, § 4.2; Demper & Louisse, *TOP* 2017, afl. 2, § De positie van de geldgever en de geldvrager bij investment-based crowdfunding: De positie van de geldvrager; Beenen, Lukkes & Reijmer, *FRP* 2016, afl. 7-8, § 2; Noordam, *FIP* 2014, afl. 5, § Financieel toezicht; Van Poelgeest, *O&F* 2014, afl. 4, p. 54; Van Poelgeest, *JBN* 2012, afl. 10, § 4.7.

111. Zie bijvoorbeeld: overweging 7, 18, 30, 42 en 74 ECSPR en het feit dat er een hoofdstuk gewijd is aan beleggersbescherming: Hoofdstuk IV ECSPR.

112. Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.1.

113. Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.1.

114. Als een lidstaat de Richtlijn Consumentenkrediet zodanig interpreteert dat deze niet van toepassing is op crowdlanding en het toepassingsbereik van de Richtlijn Consumentenkrediet niet wordt uitgebreid, vgl.: Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.2.

115. E. Macchiavello, 'Peer-to-Peer Lending and the "Democratization" of Credit Markets: Another Financial Innovation Puzzling Regulators', *Columbia Journal of European Law* 2015, afl. 3; D.A. Zetzsche & C.D. Preiner, 'Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe', *EBI Working Paper Series* 2017, 8.

116. Vgl. Macchiavello, *Columbia Journal of European Law* 2015, 3, p. 567; Zetzsche & Preiner, *EBI Working Paper Series* 2017, 8, p. 11.

117. Artikel 1 AV Collin Crowdfund; artikel 1 AV Geldvoorelkaar; artikel 1 AV Horeca Crowdfunding Nederland; artikel 1 AV Capital Circle; artikel 2 AV Greencrowd; artikel 1 AV Funding Circle; artikel 1 AV The Dutch Deal; artikel 1 AV Oneplanetcrowd; artikel 1 AV Voordegroei.

118. Macchiavello, *Columbia Journal of European Law* 2015, 3, p. 576-577.

119. Vgl. Macchiavello, *SSRN/te verschijnen in European Business Law Review* 2021, 3, § 3.1; Macchiavello, *Columbia Journal of European Law* 2015, 3, p. 580-581.

120. Vgl. Zetzsche & Preiner, *EBI Working Paper Series* 2017, 8, p. 9, 15-17; Macchiavello, *Columbia Journal of European Law* 2015, 3, p. 540-543 en 576. Vgl. Over risico's bij crowdinvesting: ESMA, Opinion: Investment Based Crowdfunding, ESMA/2014/1378, esma.europa.eu, p. 11.

121. Zetzsche & Preiner, *EBI Working Paper Series* 2017, 8, p. 35.

de financieringsvorm (crowdlanding of crowdinvesting) kiezen die voor hun het meest geschikt is, in plaats van deze keuze te baseren op de regelgeving die toevoert op de financieringsvorm van toepassing is.¹²²

Een groot verschil met crowdinvesting is echter dat er bij crowdlanding geen sprake is van 'verhandelbaarheid' in juridische en praktische zin, nu een tweede markt nochtans ontbreekt.¹²³ Verder kent crowdinvesting een andere tegenprestatie, te weten waardevermeerdering en dividend, dan crowdlanding, waarbij het gaat om rente en terugbetaling. Ook zijn de beleggingsdiensten bij crowdinvesting complexer voor de geldgevers en de initiatiefnemer dan de leningen bij crowdlanding.¹²⁴ Zo oordeelden het Hof Den Bosch en de Rechtbank Gelderland onlangs dat er geen (bijzondere) zorgplicht op een crowdfundingplatform rust tegenover een zakelijke geldgever respectievelijk zakelijke initiatiefnemer.¹²⁵ De geldleningen bij crowdlanding zijn naar het oordeel van het Hof Den Bosch geen ingewikkeld product.¹²⁶ De driehoeksverhouding die bestaat tussen de geldgevers, het crowdfundingplatform en de initiatiefnemer maken de financieringsconstructie van de geldlening bij crowdlanding ingewikkelder dan standaard geldleningsovereenkomsten, wat

spreekt voor meer bescherming bij crowdlanding dan bij normale geldleningen.¹²⁷

6. Conclusie

Met de komst van de ECSPR wordt aan de wens van de toezichthouders en de praktijk – duidelijkere en strengere regelgeving ten behoeve van professionalisering van de crowdfundingmarkt – tegemoetgekomen. Het regime dat voor zakelijke crowdlanding gaat gelden onder de ECSPR schuift op richting het huidige regime voor crowdinvesting op grond van MiFID II en de Wft. Dit geldt met name voor het beschermingsniveau voor geldgevers/beleggers en minder voor de mkb-initiatiefnemer. Dat met de ECSPR het regime voor zakelijke crowdlanding opschuift richting het regime onder MiFID II blijkt uit: de minimumvermogensseisen voor crowdfundingdienstverleners, de voorschriften inzake de vermogensscheiding, de uitgebreidere informatieverplichtingen en de bedenktijd voor niet ervaren-geldgevers. Wel ontbreekt in de ECSPR bijvoorbeeld een verplichting voor crowdfundingdienstverleners om aan projecten een kredietrisico-evaluatie toe te wijzen, wat de bescherming van de geldgevers ten goede zou komen.

Crowdlanding vertoont parallellen met de beleggingsdiensten bij crowdinvesting die onder MiFID II vallen. Net als bij aandelenparticipaties en op de obligatiemarkt is bij crowdlanding het publiek betrokken. Geldgevers behoeven bescherming, zij vertrouwen vaak in grote mate op het crowdfundingplatform en het onderzoek dat het crowdfundingplatform of een eraan verbonden externe partij verricht. Verschillen met crowdinvesting bestaan erin dat er bij crowdlanding geen sprake is van 'verhandelbaarheid' in de zin van MiFID II, nu een tweede markt nochtans ontbreekt en dat beleggingsdiensten bij crowdinvesting complexer zijn voor de geldgevers en de initiatiefnemer dan de leningen bij crowdlanding.

Voorbeelden van risico's bij crowdlanding zijn: verzuim van de initiatiefnemer, continuïteitsrisico's door een faillissement van het crowdfundingplatform, belangenverstrengeling bij het crowdfundingplatform, het feit dat de geldleningen meestal niet verhandelbaar zijn wat exit-mogelijkheden voor geldgevers uitsluit, transparantie over de kosten en vermogensscheiding. Gelet op de risico's die met crowdlanding gepaard gaan is de verzwaring van het regime over het algemeen toe te juichen.

122. Zetzsche & Preiner, *EBI Working Paper Series* 2017, 8, p. 35.

123. In de zin van artikel 4 lid 1 punt 44 MiFID II; vgl. Dempster & Louisse 2019, p. 19; A.M.F. Hakvoort, 'FinTech – een worsteling voor wetgevers en toezichthouders. Brengt het FinTech actieplan verduidelijking?', *TvFR* 2018, afl. 6, p. 310. N.B. de mogelijkheid tot het exploiteren van een prikbord in artikel 25 ECSPR. Over verhandelbaarheid in de zin van MiFID II: *Asser/Serië 2-IV* 2017/71; GS Toezicht Financiële Markten, art. 1:1 Wft, aant. 181.6; M.A.R. Nannings, 'Kwalificatie van crypto-assets als effect', *FR* 2019, 12, p. 626; Europese Commissie, *Your questions on MiFID*, 2008, vraag 115, p. 45 (bron niet meer beschikbaar, citaat ontleend aan: CESR, *Frequently asked questions regarding prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, 2009, CESR/09-1148, p. 44). Vgl. *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 367; *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 20, p. 51; *Asser/Serië 2-IV* 2017/71; C.M. Grundmann-van de Krol & I. van der Klooster, *Koersen door de wet op het financieel toezicht: Deel II - Effectenuitgevende instellingen*: 2019, p. 50; Van Eerden & Silverentand 2018, p. 458-459; J.J.M. Schrama, 'Beleggingsproducten onder de Wft, een stroomschema', *FR* 2014, 9.

124. Over de complexiteit van beleggingsdiensten: overweging 2 MiFID I. Vgl. over complexiteit van een product of dienst als reden om een extra mate van zorg te verlangen: D. Busch, 'De toekomst van de bijzondere zorgplicht in de financiële sector', *NJB* 2020, 7, p. 455; K. Vreemann & M. Huizingh, 'Overdracht van een kredietportefeuille en de bancaire zorgplicht', *FIP* 2019, afl. 3, p. 32; I.P.M.J. Jansen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstverlener jegens de niet-particuliere cliënt*, Deventer: Kluwer 2017, p. 134-135; O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen het publiek- en privaatrecht', *NTBR* 2010, 11, § 3.

125. Hof Den Bosch 26 mei 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:1639, *JOR* 2020/208, m.nt. A.M.F. Hakvoort, r.o. 3.12; Rb. Gelderland 21 oktober 2020, ECLI:NL:RBGEL:2020:5923, r.o. 4.18.

126. Hof Den Bosch 26 mei 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:1639, *JOR* 2020/208, m.nt. A.M.F. Hakvoort, r.o. 3.12.

127. Geldleningen worden in het algemeen niet als een ingewikkeld product beschouwd: HR 10 juli 2020, ECLI:NL:HR:2020:1276; *JOR* 2020/267 m.nt. J.W.A. Biemans (*Alegre/Pomontoria*), r.o. 2.9.2; HR 10 juli 2020, ECLI:NL:HR:2020:1274, *NJ* 2021/35 m.nt. T.E.E. Tjong Tjin Tai (*Immobilie Securities/Promontoria*), r.o. 2.9.2; Concl. A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2020:358, bij HR 10 juli 2020, *NJB* 2020/1898, *RvdW* 2020/871 (*Immobilie Securities/Promontoria*), punt 4.118 incl. verwijzingen aldaar.