

FINNIUS

Kapitaal ophalen en toezichtregels – Bezint eer ge begint

18 april 2024

 6 MINUTEN

Kapitaal ophalen. Het is een thema dat voor veel ondernemingen op enig moment relevant wordt. Er zijn vele manieren om kapitaal op te halen. Ze kunnen dat bijvoorbeeld doen bij familie en vrienden, bij een bank, bij een groep investeerders of via crowdfunding. Het op te halen kapitaal kan grofweg bestaan uit eigen vermogen en vreemd vermogen. Binnen die hoofdcategorieën bestaan veel smaken, van aandelen, lidmaatschapsrechten, certificaten tot deelnemingsrechten (allemaal eigen vermogen) en van obligaties, onderhandse leningen tot achtergestelde leningen (allemaal vreemd vermogen). En dan zijn er ook nog hybride instrumenten zoals converteerbare leningen en allerlei type cryptoactiva.

Al die ondernemingen lopen bij het ophalen van kapitaal, ongeacht de titel of het instrument, in meer of mindere mate ook aan tegen toezichtregelgeving. Die kans wordt met het jaar groter, gezien de alsmaar uitdijende regels voor de financiële markten.

De toepasselijke toezichtregels zijn in mijn ervaring grofweg afhankelijk van:

- (i) **Titel van het kapitaal** (eigen vermogen of vreemd vermogen);
- (ii) **Type kapitaalverschaffers** (retail, institutioneel of personen die voor een minimum bedrag kapitaal beschikbaar stellen (vaak is de relevante grens EUR 100.000));
- (iii) **Activiteiten** van de betrokken **vehikels** (is een intermediair betrokken (zoals een crowdfundingplatform of plaatsingskantoor) en wat zijn de activiteiten van de uitgevende instelling?).

Het is eigenlijk onbegonnen werk om alle toezichtregels in kaart te brengen die relevant kunnen zijn. Ik ga toch een poging wagen en kies daarbij voor een selectie aan regels waarvan wij in de praktijk zien dat het nog wel eens mis kan gaan.

Als de uit te geven instrumenten kwalificeren als 'effecten', komt de **Prospectus Verordening** in beeld. Effecten zijn kort gezegd verhandelbare aandelen en obligaties. Het begrip verhandelbaarheid moet ruim genomen worden en in de praktijk zijn aandelen van private ondernemingen in principe ook effecten. Voor de uitgifte van effecten aan het publiek is in principe een door de AFM goedgekeurd prospectus vereist. Er zijn diverse uitzonderingen en vrijstellingen die onder bepaalde voorwaarden van toepassing kunnen zijn, maar die moeten dan uiteraard wel goed worden toegepast.

Ook als geen prospectus vereist is, gelden er algemene informatieverplichtingen uit hoofde van de **Wet Oneerlijke Handelspraktijken** (Wet OHP). Deze regels vereisen heel kort door de bocht dat een uitgevende instelling alle materiële informatie met betrekking tot de uit te geven instrumenten kenbaar moet maken aan potentiële investeerders, zijnde consumenten, zodat zij hun beleggingsbeslissing daarop kunnen baseren. De AFM is de bevoegde toezichthouder ten aanzien van deze informatieverplichtingen voor zover het gaat om de uitgifte van financiële producten (zoals effecten). Er zijn verschillende voorbeelden in de praktijk waarin de AFM handhavend optreedt uit hoofde van de Wet OHP omdat zij meent dat onvoldoende informatie is verstrekt.

Overigens zal een instelling ook de **Leidraad Duurzaamheidsclaims** van de AFM in acht moeten nemen, hetgeen een nadere invulling biedt van algemene informatienormen, waaronder de Wet OHP.

Een andere vraag is of het instrument kwalificeert als een verpakt retailbeleggingsproduct in de zin van de zogenoemde **PRIIPs Verordening**. Dat is een lastige kwalificatie. Kort gezegd gaat het om instrumenten waarbij het terug te betalen bedrag afhankelijk is van prestaties van activa die niet rechtstreeks met het instrument zijn aangekocht. Denk bijvoorbeeld aan een deelnemingsrecht in een vastgoed beleggingsfonds, waarbij het vastgoed vanzelfsprekend niet direct wordt aangekocht door de belegger. Ook obligaties met variabele (winst)rente, converteerbare obligaties en certificaten kunnen als verpakt retailbeleggingsproduct kwalificeren. Indien een instrument kwalificeert als verpakt retailbeleggingsproduct, moet een zogenoemd **Essentieel informatiedocument** (Eid) worden opgesteld. Een Eid is echter niet vereist indien een aanbieding uitsluitend aan professionele investeerders wordt gedaan.

Een instelling die kapitaal ophaalt onder de titel vreemd vermogen, zoals obligaties of onderhandse leningen, zal zich daarnaast moeten afvragen of bancaire regels van toepassing zijn, zoals het verbod op het aantrekken van **opvorderbare gelden** of het **bankverbod**. Ook hier zijn diverse uitzonderingen en vrijstellingen die uitkomst kunnen bieden, mits correct toegepast.

Een instelling met beleggingsactiviteiten die kapitaal ophaalt in de vorm van eigen vermogen, moet zich dan weer bekommeren om de kwalificatie **beleggingsinstelling** in de zin van de **AIFMD**. Zodra sprake is van een beleggingsinstelling wordt het speelveld complexer. In principe is een (zwarte) vergunning vereist van de AFM, maar onder voorwaarden kan gebruik gemaakt worden van een vrijstelling. De instelling ontkomt dan overigens ook niet aan diverse doorlopende toezichtregels, zoals duurzaamheidsregelgeving en de Wet ter voorkoming van witwassen en financiering van terrorisme (**Wwft**).

Instellingen die hoofdzakelijk investeerders uit en activa in het buitenland hebben, moeten beoordelen of ze binnen het bereik van de **Wet financiële betrekkingen buitenland** (Wfbb) vallen, hetgeen een meldplicht triggert aan DNB.

Dienstverleners die betrokken zijn bij het ophalen van kapitaal, bijvoorbeeld omdat ze de stukken plaatsen in hun netwerk, zouden zomaar eens **beleggingsdiensten** kunnen verlenen of als **crowdfundingplatform** kunnen kwalificeren. En dan is er altijd nog de vraag: wordt er ergens door enige entiteit een **trustdienst** geleverd, bijvoorbeeld omdat door een dienstverlener een postadres ter beschikking gesteld wordt met aanvullende diensten.

Dit is nog maar een heel high level overzicht van een selectie van toezichtregels. Het is teveel om op te noemen. Het is inmiddels ook bijna onmogelijk om een precies kader te schetsen waarin per geval wordt aangegeven welke regels van toepassing zijn. Daarvoor zijn de vormen van kapitaal ophalen te divers en de regels te uitgebreid. Ik vergelijk het wel eens met zo'n ouderwets knikkerraam. Je gooit er een knikker in en – afhankelijk van verschillende factoren – rolt die knikker

er ergens onderaan het raam weer uit. Het is iedere keer weer een verrassing waar.

Heel geregeld maken wij in de praktijk dan ook mee dat bij een aanstaande, lopende of reeds afgeronde kapitaalronde, geen of de verkeerde toezichtregels zijn toegepast. Dat levert niet alleen een handhavingsrisico op, maar ook een civiel aansprakelijkheidsrisico. Stel nu dat een belegger schade leidt als gevolg van de investering. Dan zal deze belegger al snel beoordelen of hij/zij alle relevante informatie heeft ontvangen van de uitgevende instelling. De toepasselijke toezichtregels strekken er mede toe de beleggers te beschermen. Heeft de uitgevende instelling niet of niet volledig aan die toezichtregels voldaan, dan kan de belegger trachten de uitgevende instelling daarvoor ook civielrechtelijk verantwoordelijk te houden.

In onze ervaring is het overigens lang niet altijd DNB of de AFM die non-compliance ontdekt, of pas in een laat stadium nadat bijvoorbeeld geklaagd is door beleggers. Vaker zijn het de banken in Nederland die aan de bel trekken in verband met de anti-witwasregelgeving die op hen van toepassing is en om welke reden zij bij hun rekeninghouders verifiëren of zij zich aan toepasselijke toezichtregels houden. Ook de accountant wil nog wel kritische vragen stellen.

Kortom, genoeg reden om voorafgaand aan het ophalen van kapitaal eerst maar eens goed in kaart te brengen welk regelgevend kader precies van toepassing is op de aanbidding. Zo nodig kan dan nog tijdig worden bijgestuurd. Dit voorkomt ook een hoop gedoe achteraf. Bezint eer ge begint.

Specialisten



Tim de Wit

T +31 (0)20 767 01 80

T +31 (0)20 820 80 32 (direct)

M +31 (0)6 11 00 45 26

tim.de.wit@finnius.com