


Scriptie

Vastgoedbeleggen via Crowdfunding

THE UNFINISHED PEDESTAL.
—
**WHAT SHALL BE DONE WITH THE GREAT
BARTHOLDI STATUE?**
—
Retrospect of the Work Done—Money Collected
and Money Expended—How Congress Failed
to Give \$100,000—Condition and Prospects of
the Work on Bedloe's Island—The Necessity
of Immediate Action—A Liberal Contribution
from the Hotel Men.



ONE HUNDRED THOUSAND DOLLARS!
—
**TRIUMPHANT COMPLETION OF THE WORLD'S FUND
FOR THE LIBERTY PEDESTAL.**
—
Story of the Greatest Popular Subscription Ever Raised in America—How the Republic Was Saved from Lasting Disgrace—An Event for Patriotic Citizens to Rejoice Over—A Roll of Honor Bearing the Names of 120,000 Generous Patriots—The Flags of France and the American Union Floating in Sisterly Sympathy—Over \$2,300 Received Yesterday—The Grand Total Foots Up \$102,006.39—A Generous Lady Pays \$130 for the Washington Cent.

Figuur 1: "The Unfinished Pedestal" gepubliceerd in *The New York World* in 1885 (BBC, 2013).

Casper Crouchs
Casper.Crouchs@afm.nl/Cspr92@live.nl
24-04-2024

MSRE Vastgoedbeleggen
ASRE Amsterdam
Arthur Marquard

Voorwoord

Een aantal jaar geleden startte ik op de ASRE de module Academische Vaardigheden Fundamentals, toen nog “Introduction to Real Estate Science” gevolgd door een MSRE-studie met Vastgoedbeleggen als specialisatie. Corona resulteerde helaas in redelijk wat lesuren die online gevolgd moesten worden, maar uiteindelijk is het onderwijs gelukkig voortgezet.

Mijn bachelor bedrijfskunde rondde ik af met een thesis over microkrediet en enkele raakvlakken met crowdfunding en peer-to-peer leningen. Daarna ben ik betrokken geweest bij de startup van een crowdfunding aanbieder specifiek gericht op vastgoed waarbij ik, naast enkele eerdere beleggingen, mijn eerste praktijkervaring binnen de crowdfunding sector heb opgedaan. Vervolgens ben ik enkele jaren actief geweest als acquireur voor verschillende vastgoed Mkb'ers die ook gebruik maakten van crowdfunding als financieringsinstrument. Twee jaar geleden zag ik bij de AFM een vacature voor de functie van Toezichthouder Crowdfunding waar ik direct op gereageerd heb en ben vervolgens vanaf begin 2022 betrokken geweest bij de transitie en implementatie van de nieuwe wetgeving waarbij mijn team de ECSPR-vergunningaanvragen van crowdfundingplatformen, hierna aanbieders, behandelen.

Dit was voor mij dan ook dé uitgelezen kans om crowdfunding en vastgoed met elkaar te combineren in een thesis. Het onderzoek behandelt de toepassing van vastgoed binnen crowdfunding en welke impact de nieuwe ECSPR (European Crowdfunding Service Provider Regulation) wet- en regelgeving heeft op de markt, met name wat dit concreet betekent voor particuliere vastgoedbeleggers. Want ondanks dat bijna 90% van het krediet bij crowdfunding bestemd is voor vastgoed, zijn er geen kaders of wetten die specifiek toezien op vastgoed. Gezien de recente introductie en implementatie van de nieuwe wetgeving was het onderzoek op verschillende punten dan ook uitdagend en beperkt qua beschikbare data en informatie.

Samengevat is het overduidelijk dat crowdfunding flexibiliteit en maatwerkfinanciering biedt aan vastgoed Mkb'ers die zij elders niet ontvangen. Beleggers genieten een nieuwe laagdrempelige manier van beleggen in een breed aanbod aan specifiek en vaak vrij tastbaar vastgoed. Geconcludeerd wordt dat er specifiek voor particuliere beleggers vooral drie nieuwe informatievoorzieningen en verplichtingen van belang zijn. De uitwerking hiervan in de praktijk lijkt echter niet altijd toereikend en het gewenste effect te hebben. Het overheidsingrijpen op Europees niveau zorgt hierdoor voor interpretatie en implementatie problemen op de markt.

Tot slot wil ik de ASRE en alle werknemers enorm bedanken voor de afgelopen jaren. Met in het bijzonder Arthur Marquard, die zowel tijdens de opleiding een enorme bron aan kennis, ervaring en humor met zich meebracht, maar ook gedurende mijn onderzoek als sparringpartner en begeleider heeft bijgedragen aan het stuk. Verder kan ik iedereen die werkzaam is in de vastgoedsector of meer kennis en ervaring wil opdoen in deze sector het opleidingsaanbod van de ASRE aanbevelen. Naast een kenniscentrum en opleider is de ASRE ook een uitstekende hub voor netwerkuitbreiding met mede “studenten” en docenten.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	4
1.1. Aanleiding	5
1.2. Doelstelling	5
1.3. Vraagstelling	5
1.4. Afbakening	5
1.5. Methodologie	6
2. Crowdfunding in de praktijk	7
2.1. Introductie en geschiedenis van het platform model	7
2.2. De Nederlandse markt	8
2.3. Crowdfunding als financiering en beleggingsinstrument	9
2.4. Het crowdfunding proces	13
2.5. Het aanbod	15
2.6. Deelconclusie	19
3. De impact van de nieuwe Europese wet- en regelgeving	20
3.1. Het Nationale kader	20
3.2. De transitie	21
3.3. Het huidige Europese kader	22
3.4. Crowdfunding informatievoorzieningen	24
3.4.1. Het EBI-formulier	24
3.4.2. De risicoclassificaties en kredietscore	24
3.4.3. De verzuimgraad	26
3.5. Deelconclusie	28
4. Methodologie	29
4.1. Inleiding	29
4.2. Doelstelling	29
4.3. Scope	30
4.4. Methode	30
5. Uitkomsten onderzoek	34
5.1.1. Data-analyse	34
5.1.2. Fictieve casus	36
5.1.3. Interviews	37
5.2. Analyse uitkomsten	38
5.2.1. Data-analyse	38
5.2.2. Fictieve casus.....	39
5.2.3. Interviews.....	39
6. Eindconclusie	41
7. Advies	43
8. Reflectie	44
9. Bibliografie en bijlage	45

1. Inleiding

1.1. Aanleiding

Vastgoed en kredietverstrekking gaan hand in hand. Het afgelopen decennia is het voor Mkb'ers echter steeds lastiger geworden om een financiering te krijgen doordat banken met steeds strengere kapitaaleisen te maken hebben. Dit betekent dat er een behoorlijke financieringsbehoefte voor een groep Mkb'ers te vervullen was. Tegelijkertijd stond de rente het afgelopen decennium juist historisch laag en vanaf 2021 hanteerden meerdere banken zelfs een negatieve spaarrente (Bankenvergelijking, 2021) (NOS, 2022). Dit had tot gevolg dat veel particuliere- maar ook professionele beleggers, een nieuwe bestemming voor hun kapitaal zochten. Online is op grote schaal deze financiële behoefte van belegger en Mkb'er gematcht wat resulteerde in de ontwikkeling van de huidige crowdfundingmarkt.

Crowdfunding, financiering door gebruik te maken van een groot aantal kleine financiers (Van Dale, 2023) wordt dan ook steeds meer toegepast in de hedendaagse digitale economie. In Nederland werd er in 2022 voor meer dan een miljard aan krediet opgehaald via crowdfunding waarbij zo'n 90% bestemd was voor Mkb'ers en het grootste gedeelte hiervan werd besteed aan vastgoed (Crowdfundingcijfers, 2023). Beleggers genieten een nieuwe (alternatieve) manier van vastgoedbeleggen waarbij er laagdrempelig in een breed scala aan vastgoed objecten en projecten kan worden belegd. Kennis en vooral kapitaal vereisten liggen veel lager dan bij de alternatieve manieren van indirect vastgoedbeleggen als beursgenoteerde-aandelen en/of fondsen. Op basis van de gepubliceerde informatie kan een belegger zelf onderzoek doen of een belegging passend is. Een laagdrempelige belegging via een platform in een vrij tastbaar en potentieel lokaal of maatschappelijk vastgoed object is een stap die snel gemaakt is en uiteraard naar meer kan smaken. De behoefte aan deze manier van beleggen blijkt ook uit een statement van Collin Crowdfund waarin zij stellen: "wij halen binnen het uur 1,5 miljoen op" (Collin Crowdfund, 2022). Beleggers moeten hier direct acteren om "kans te maken" om überhaupt geld te kunnen beleggen. Wie een half uur later de website bezoekt is vaak letterlijk te laat. De vraag is dan ook of beleggers wel voldoende worden beschermd, juist worden geïnformeerd en reële verwachtingen hebben wanneer zij besluiten te beleggen.

Ten behoeve van betere beleggersbescherming en het creëren van een Europese uniforme en geharmoniseerde crowdfundingmarkt heeft de European Securities and Markets Authority (**ESMA**) in 2021 de European Crowdfunding Service Providers Regulation 2020/1503 (**ECSPR**) geïntroduceerd. Dit resulteerde in een consolidatie slag op de markt waarbij de groeiende crowdfunding markt een stuk professioneler en meer uniform zou moeten worden. Concreet moeten alle Europese crowdfundingplatformen, hierna *aanbieders*, vanaf 10 november 2023 over een ECSPR-vergunning beschikken. Nederlandse aanbieders moeten deze vergunningaanvraag bij de Autoriteit Financiële Markt (**AFM**) indienen en deze beoordeelt gezamenlijk met De Nederlandsche Bank (**DNB**).

1.2. Doelstelling

Deze ontwikkelingen zijn aanleiding geweest om een verkennend onderzoek te doen naar de impact van de ECSPR op uniformiteit en transparantie ten behoeve van particuliere vastgoedbeleggers bij crowdfunding. Welke effect heeft dit op het aanbod en vooral, wat betekent dit concreet voor de beleggers?

Hierbij wordt er gekeken naar de mogelijkheden die crowdfunding biedt voor vastgoed, hoe de huidige markt eruit ziet en hoe het nieuwe institutionele kader is vormgegeven. Op basis van dit theoretische en institutionele kader wordt er een data-analyse gedaan naar de huidige toepassing van de voor de beleggers belangrijkste elementen die volgen uit de nieuwe ECSPR-wetgeving. De uitkomsten en mogelijke aanbevelingen van dit onderzoek worden vervolgens besproken en gechallenged met enkele crowdfunding en vastgoedfinanciering stakeholders middels semigestructureerde interviews.

1.3. Vraagstelling

Dit onderzoek wordt uitgevoerd om in te zoomen op de belangen van beleggers bij een vastgoedbelegging via crowdfunding. Hierbij wordt gebruik gemaakt van economische theorieën, bestaand onderzoek en publicaties, een analyse van de nieuwe Europese wetgeving en hoe dit kader wordt geïmplementeerd in de praktijk.

Onderzoeksvraag: Heeft de implementatie van de ECSPR-regelgeving bijgedragen aan het bevorderen van uniformiteit en transparantie in de informatievoorziening voor beleggers bij vastgoedfinanciering doormiddel van crowdfunding?

Sub vragen:

1. Hoe ziet de huidige Nederlandse crowdfunding markt eruit?
2. Welke veranderingen brengt nieuwe Europese crowdfunding wet- en regelgeving?
3. Welke nieuwe mogelijkheden en waarborgen brengt dit kader in de praktijk concreet voor particuliere vastgoedbeleggers?

1.4. Afbakening

Dit onderzoek beperkt zich tot loan-based (lening-) crowdfundingdiensten aangeboden in Nederland conform nationale wetgeving (Wft ontheffing bemiddelen opvorderbaar geld) en conform de Europese wetgeving (ECSPR). Equity-based, donaties en prestatie gerelateerde crowdfundingdiensten zijn in beginsel uitgesloten. Ook consumptief krediet en consumenten hypotheek zijn uitgesloten. Verder wordt er uitgegaan van een particuliere belegger conform de definitie in artikel 2 Wft. Gezien de relatief beperkte toepassing van crowdfunding zijn relevante artikelen en onderzoeken beperkt en enkel beschikbaar vanaf plusminus 2013. Wat

betreft de analyse van de ECSPR wordt dit beperkt tot de afgelopen drie à vier jaar en bij de praktijkimplementatie slechts het afgelopen jaar.

1.5. Methodologie

De vraagstelling wordt beantwoord door middel van een kwalitatief empirisch onderzoek. De basis hiervoor is een theoretisch kader dat wordt gevormd door een literatuuronderzoek en een institutioneel kader door een analyse van de ECSPR wet- en regelgeving. Op basis van de bevindingen wordt er een kwalitatief onderzoek opgesteld. Hierbij vindt er een data-analyse plaats door middel van een website- en document analyse. Vervolgens worden de uitkomsten en mogelijke adviezen besproken met enkele stakeholders.

Subvraag 1 (hoofdstuk 2) wordt beantwoord met een introductie van crowdfunding, een analyse van de markt en spelers, de toepasbaarheid van vastgoed en de mogelijkheden en waarborgen voor beleggers.

Subvraag 2 (hoofdstuk 3) wordt beantwoord door een ECSPR-analyse waarbij wordt ingezoomd op de belangrijkste nieuwe elementen en verplichtingen die door de introductie van de ECSPR rust op crowdfundingplatformen, hierna aanbieders. Vervolgens kijken we wat dit in de praktijk concreet betekent voor beleggers.

Subvraag 3 (hoofdstuk 4) wordt beantwoord door een analyse te doen op de voor de beleggers belangrijkste nieuwe elementen die volgen uit de ECSPR. Hierbij wordt een dataonderzoek opgezet om de beoogde uniformiteit en transparantie in de praktijk te toetsen. Op basis van deze uitkomsten wordt er een semigestructureerd interview opgezet om de resultaten en mogelijke aanbevelingen te bespreken met een expert groep.

Vervolgens wordt in hoofdstuk 5 concreet de effectiviteit van de regelgeving in de praktijk geëvalueerd door de verschillende methoden van kredietbeoordeling en gebruikte kredietscores van aanbieders met elkaar te vergelijken. Ook wordt er gebruik gemaakt van twee fictieve casussen om zo duidelijker de inhoudelijke verschillen per kredietbeoordeling bloot te leggen. Het hierop volgende interview ziet vooral op de eventuele noodzaak en haalbaarheid van een meer uniformiteit bij crowdfunding en adviezen voor de sector.

2. Crowdfunding in de praktijk

2.1. Geschiedenis en introductie van het platform model

Ondanks dat crowdfunding voor velen nog een relatief nieuw begrip is zijn er tal van historische voorbeelden die laten zien dat het platform principe en deze manier van kredietverstrekking tot synergie leidt voor zowel geldnemers als geldleners. In 1885 vond er een unieke gebeurtenis plaats, Frankrijk gaf Amerika de Statue of Liberty cadeau. Dit gebeurde echter niet vlekkeloos aangezien het beeld in honderden losse stukken werd verstuurd en daarna ruim 6 jaar in een opslag had gelegen, de reden hiervoor is dat er geen geld was voor de fakkel om het beeld af te maken (BBC, 2013). Na veel tegenslagen en pogingen om een financiering rond te krijgen nam een uitgever het heft in eigen handen. Joseph Pulitzer startte via zijn eigen krant werelds eerste crowdfunding campagne "The Unfinished Pedestal" om de resterende \$100.000 (vandaag plusminus \$2.400.000) op te halen, zie *titelpagina* (BBC, 2013). Een aantal maanden later werd het resterende bedrag succesvol opgehaald en kon men beginnen met de bouw. Opmerkelijk was dat ruim driekwart van de donaties minder dan één dollar bedroeg (BBC, 2013). Nieuwe ontwikkelingen en toepassingen van dit model zijn vandaag de dag in vrijwel alle sectoren dan ook niet meer weg te denken.

Het platform model is dus zeker niet nieuw maar heeft de laatste decennia, vooral door nieuwe digitale toepassingen en ontwikkelingen, in verschillende markten wéldegelijk voor disruptieve veranderingen gezorgd. Deloitte stelt de volgende definitie van een platform businessmodel: *"A business model (not a technology solution) that focuses on helping to facilitate interactions across many participants. These interactions could take the form of short-term transactions like connecting buyers and sellers or they could involve formation of longer-term social relationships, longer-term collaboration to achieve a shared outcome or sustained efforts to accelerate performance improvement of participants by helping them to learn faster together."* (Deloitte, 2019)

Het uitgangspunt is dus een omgeving creëren die (zakelijke-) transacties faciliteert door gebruik te maken van standaardisatie en schaalvoordelen die het proces effectiever en efficiënter maken. In het artikel "Understanding platform business models" concluderen K. Tauscher en S.M. Laudien ook dat online platformen tegenwoordig zo ver ontwikkeld zijn dat zij de voorheen onbekende/niet verzadigde vraag en aanbod bij elkaar kunnen brengen (Tauscher & Laudien, 2018). Ook benadrukken zij dat er een duidelijke trend zichtbaar is waarbij er clustering rondom een bepaalde dienst en/of (niche-) segment plaatsvindt. In de praktijk zien we dan ook veelal een oligopolie van een aantal grote marktspelers per niche. Denk bij eten en drinken aan Thuisbezorgd en Uber Eats, bij hotels/vakanties zijn AirBNB en Booking niet meer weg te denken, maar ook vergelijking sites als Independer of Trivago, of handelsplaatsen als Marktplaats en Ebay zijn een platform.

2.2. De Nederlandse crowdfunding markt

In 2010 werd er in Nederland 500.000 euro krediet via crowdfunding opgehaald, dit is in 2022 opgelopen tot 780 miljoen en in 2023 zelfs tot 1,08 miljard (Crowdfundingcijfers, 2023). Ruim 90% van dit volume werd verstrekt als lening aan ondernemingen waarbij het grootste gedeelte van het krediet bestemd was voor vastgoed (Crowdfundingcijfers, 2022). 965 miljoen van het totaalbedrag was bestemd voor leningen ten opzichte van 79 miljoen voor effecten (Crowdfundingcijfers, 2023). Stichting MKB Financiering bepaalde op basis van deze cijfers dat 22,2% van de verstrekte non-bancaire financieringen in 2022 via crowdfunding hebben plaatsgevonden (Stichting MKB Financiering, 2023). Dit laat een enorme groei aan de behoefte en toepassing van crowdfunding duidelijk zien.

Als we kijken naar economische theorieën dan is de Klassieke theorie van Adam Smith en David Ricardo duidelijk het meest toepasbaar op crowdfundingdienstverlening. Zij stellen hier dat de overheid zo min mogelijk moet ingrijpen binnen het economische systeem om zo tot een vrije, en in theorie, efficiënte markt te komen. Dit verschijnsel zien we duidelijk terug bij een crowdfunding markt die het afgelopen decennia zonder specifieke wet- en regelgeving is gegroeid tot een volwassen en efficiënte markt. Hetzelfde principe geldt voor de mogelijkheid waarbij een individueel samengestelde menigte, ten opzichte van een enkele bank of grote institutionele belegger, kan bepalen of een propositie kredietwaardig is. Het openen van een nieuw Europees speelveld biedt hierbij veel mogelijkheden, maar tegelijk ontstaat een nieuw concurrerend speelveld waar spelers op elkaar zullen moeten anticiperen. Crowdfunding moet voor beleggers wel interessant blijven ten opzichte van de alternatieven en rendementen zullen dus ook meebewegen met ontwikkelingen, de vrije marktwerking. Ook zullen Mkb'ers geen gebruik meer maken van crowdfunding als de bank aanzienlijk lagere voorwaarden biedt. In theorie zou de verhouding tussen vraag en aanbod uiteindelijk tot een equilibrium van toepasbaarheid moeten ontwikkelen. Uit dit prijsmechanisme zal blijken tot waar een financiering of een belegging in vastgoed via crowdfunding wel of niet meer interessant is ten opzichte van alternatieve mogelijkheden, kosten en andere risico's. In de Neoklassieke theorie wordt dit verschijnsel door Adam Smith ook wel de "onzichtbare hand" genoemd. Een metafoor voor het verschijnsel van een vrije markt waarin spelers, gelet op onderlinge afhankelijkheid, in beginsel uit eigenbelang handelen en zo tot een optimale ontwikkeling van het economische stelsel leidt. Overheidsingrijpen werkt volgens Smith slechts beperkend.

Geldvoorelkaar, een van de grootste aanbieders in Nederland met een portefeuille van ruim een half miljard publiceert dat haar cliënten gemiddeld 1070 euro per aanbieding beleggen en dat het gemiddelde kredietbedrag per aanbieding 181.613 euro is (Geldvoorelkaar, 2023). Mogelijk, een vastgoed aanbieder die al 7 jaar actief is in Nederland maar wiens dienstverlening gezien de minimale inleg van 100k pas sinds 10 november 2023 onder de ECSPR-reikwijdte valt, publiceerde in december 2023 de grens van 1,5 miljard aan krediet te hebben verstrekt (Investeerder, 2023). Zo lijkt deze manier van beleggen ook door

professionele beleggers steeds meer te worden toegepast. Met het recent verkrijgen van een ECSPR-vergunning biedt Mogelijk nu overigens ook de mogelijkheid om vanaf 20k te beleggen gezien vergunning daar ruimte voor biedt. Daarmee richt zij zich nog steeds specifiek op een iets professionelere doelgroep dan de gemiddeld particuliere belegger.

Van de ruim 40 loan-based crowdfunding aanbieders die in Nederland de afgelopen jaren actief waren, beschikken op dit moment 11 aanbieders over een ECSPR-vergunning. De rest is gestopt met dienstverlening, is overgenomen of werkt samen met andere aanbieders. Ook zijn er nieuwe (internationale) aanbieders die recent een ECSPR-vergunning in Nederland hebben verkregen en tal van Europese aanbieders die met een Europees paspoort diensten in Nederland mogen aanbieden. Een aantal aanbieders biedt naast leningen ook effecten aan, er zijn in Nederland 6 aanbieders die enkel effecten aanbieden en totaal zijn er in Nederland op dit moment 18 vergunningen verleend (AFM, 2023). In heel Europa zijn er op dit moment op 112 crowdfunding vergunningen verleend (ESMA, 2023). Beleggers kunnen bij de meeste aanbieders vanaf een klein bedrag (100-250 euro) in een aanbieding beleggen, maar er zijn ook enkele aanbieders die een hogere minimale inleg hanteren en/of 1-op-1 financieringen aanbieden. Er geldt geen maximum te investeren bedrag. Naast aanbieders met een focus op vastgoed en bedrijfskrediet zijn er ook aanbieders die specifieke niches dienen als verduurzaming, food/agriculture, maatschappelijk en sociaal rendement, horeca en start-ups. Zo nam ABN Amro recent een belang genomen in aanbieder Lendahand met een focus op maatschappelijke en sociale impact (Banken, 2022).

Crowdfunding is in beginsel een breed begrip en kan betrekking hebben op verschillende soorten, vormen en toepassingen. Formeel gezien kunnen de verschillende vormen van crowdfunding concreet worden onderverdeeld in de volgende categorieën. Donatie gebaseerd, sponsor en beloning gebaseerd (inclusief voorverkoop), eigen vermogen (equity) gebaseerd en vreemd vermogen (leningen) gebaseerd. Binnen dit onderzoek staat financiering vreemd vermogen centraal.

2.3 Crowdfunding als financiering en beleggingsinstrument

In 2014 deed van der Peet onderzoek naar de toepasbaarheid van vastgoed bij crowdfunding en concludeerde dat crowdfunding zich uitermate goed leent voor vastgoedfinanciering (Van der Peet, 2014). In deze tijd was het nationale regime nog van toepassing waarbij aanbieders over een ontheffing moesten beschikken. Hij stelde dat de flexibele toepassing van crowdfunding zich uit in tal van mogelijkheden en stadia binnen het vastgoedproces waarvoor krediet kan worden opgehaald. Uit zijn onderzoek bleek dat gedurende deze periode kredietverstrekking via crowdfunding voor Mkb'ers de meeste waarde bood voor de ontwikkelfase gezien de mogelijkheid tot maatwerkfinanciering en het gebrek aan alternatieven (Van der Peet, 2014). Opvallend genoeg achtte Van Drongelen in zijn onderzoek in 2016 crowdfunding als niet-kansrijk voor de funding-gap waar ontwikkelaars van

nieuwbouwprojecten tegenaan lopen omdat crowdfunding hier te complex voor was en doordat experts hier negatief over oordeelden (Van Dongelen, 2015).

Naast een financiële meerwaarde concludeerde Autar in 2015 in zijn onderzoek juist dat het marketing aspect van crowdfunding enorm waardevol is voor kleinschalige vastgoedondernemers en stapelfinanciering bij grotere projecten (Autar, 2015). Crowdfunding kan volgens hem hierbij uitstekend worden ingezet als middel voor sociale binding en bewustwording. Dit zien we terug bij enkele aanbiedingen waarbij een Mkb'er voor de realisatie van tientallen woningen een lening aanbiedt waarbij beleggers een (overdraagbaar) eerste recht op huur ontvangen wanneer zij minimaal 10.000 euro inleggen. Ook kan er huur voor een bepaalde periode vooruit betaald worden waarbij een huurkorting wordt aangeboden, of kan een horecazaak bijvoorbeeld al couverts of diners (voor-)verkopen om krediet op te halen. Deze niet-financiële incentive kan zo alsnog enorm waardevol zijn voor zowel belegger als Mkb'er gezien de betrokkenheid, maar het kan ook een trigger zijn om meer te beleggen. Het gevoel van betrokkenheid, of het gunnen van een bepaalde ondernemer of diens initiatief speelt hierbij een grote rol en resulteert vaak in het delen van deze belegging in de privésfeer met vrienden en/of kennissen, ook wel "word of mouth" genoemd, een van de meest effectieve marketingtechnieken. Naast bekendheid kan een Mkb'er op deze manier waardevolle feedback en interactie van een grote groep (potentiële-) cliënten ontvangen.

Tegelijkertijd zijn er ook geluiden aan de andere kant te horen. In 2017 deed Hutchinson onderzoek naar het juridische kader van dit nationale ontheffings-regime en concludeerde dat deze niet de juiste regulering en beleggersbescherming bood die nodig was voor een vitale sector ontwikkeling (Hutchinson, 2017). Zij snapte dat er niet direct specifieke wet- en regelgeving voor crowdfunding bestond omdat een nieuwe sector eerst natuurlijk moet groeien en innoveren zonder te veel beperkingen. Zij stelde echter wel dat dit resulteerde in een omgeving waar beleggers vaak geen reële verwachting van rendementen op beleggingen hadden door een gebrek aan (verplichte) informatie, uiteenlopende risicoclassificaties, beperkte bedenktijd, een uitzondering op het provisieverbod en het ontbreken van een secundaire markt (Hutchinson, 2017). Dit zijn dan ook juist zaken waar de ECSPR, de nieuwe Europese wetgeving specifiek voor crowdfunding, wél duidelijke kaders en handvaten voor heeft opgesteld.

Garcia-Tereul stelde in haar onderzoek UNESCO 1/2019: "A legal approach to real estate crowdfunding platforms" dat vastgoedbeleggen via crowdfunding in Spanje in beginsel enkel speculatief is (Garcia-Tereul, 2019). Haar onderbouwing was dat crowdfunding hier niet gebruikt wordt voor bouw- en renovatieprojecten, maar enkel om relatief goedkope residentiële objecten snel te kunnen kopen en verkopen. Een blik op huidig Spaans vastgoedaanbod laat inderdaad zien dat er geen commerciële beleggingen worden aangeboden. Het betreft vooral ontwikkelingen in populaire kustplaatsen met bedragen van enkele miljoenen tot 5 miljoen met een looptijd van 1 tot 3 jaar en een rente van 10-13%.

Ronald Kleverlaan, voorzitter van Stichting MKB Financiering die zich al een decennia inzet voor crowdfunding, schreef recent nog over de onmisbaarheid van non-bancaire financiering voor de sector. Hij gaf in het FD aan de hand van een aantal stellingen zijn kijk op vastgoed financiering via crowdfunding. Hij gaf aan dat de mogelijkheid tot maatwerkfinancieringen voor Mkb'ers met kredietbehoeftes tot 1 miljoen het grootste voordeel van crowdfunding is gezien traditionele banken zijn gestandaardiseerd en geen maatwerk kunnen/mogen bieden waardoor bedragen onder de 5 miljoen niet interessant zijn (Kleverlaan, 2023). Over de toekomst is hij ook zeker, crowdfunding is en blijft onmisbaar en zal een steeds belangrijkere functie bieden voor Mkb'ers met een kredietbehoefte en de groei van de sector beperkt worden bij een gebrek aan non-bancaire financieringen (Kleverlaan, 2023). Recent deelde Kleverlaan in het FD dat bedrijven die in 2023 een financiering aanvroegen dit in 48% van de gevallen bij de bank deden terwijl dit enkele jaren geleden nog ruim 80% was (FD, 2024).

Uit onderzoek blijkt ook dat een op de vijf leningen tot 250.000 euro buiten de banken om wordt verstrekt en bij leningen tot 1 miljoen euro is dit een op de tien (Conijn, 2023). Doordat de beoordeling van kleine leningen evenveel kost als grote hebben banken hier minder interesse in en krijgt crowdfunding meer kans van slagen (Kleverlaan, 2023).

Tabel 1: De verschillende eigenschappen van vastgoed financieringsmethoden

#	Kredietverstrekker	Bank	P.Equity/P2P	Lease/factoring	Crowdfunding
1.	Onderpand/borg	Noodzakelijk	Noodzakelijk	Noodzakelijk	Niet nodig
2.	LTV/Krediet hoogte	Laag	Gemiddeld	Hoog	Zeer hoog
1.	Flexibiliteit/maatwerk	Zeer laag	Gemiddeld	Hoog	Zeer hoog
4.	Haalbaarheid	Zeer laag	Laag	Gemiddeld	Hoog
5.	Netwerk/kennis	Gemiddeld	Zeer hoog	Laag	Zeer laag
6.	Doorlooptijd	Zeer laag	Laag	Gemiddeld	Zeer hoog
7.	Management impact	Gemiddeld	Hoog	Gemiddeld	Zeer laag
8.	Kosten	Laag	Hoog	Gemiddeld	Hoog
9.	Rentevergoeding	Laag	Gemiddeld	Hoog	Hoog

Naast een nieuwe financieringsmethode voor Mkb'ers biedt het beleggers een nieuwe manier van indirect vastgoedbeleggen. Ten opzichte van de alternatieve biedt crowdfunding zowel qua kennis- maar vooral kapitaalvereiste veel lagere barrières om in te stappen. Een vastgoedfonds hanteert meestal minimaal 5-20 tot 100.000 euro inleg, iets dat de gemiddelde particuliere belegger niet heeft. Ook zijn er veel vastgoedfondsen en vehikels die enkel diensten mogen aanbieden aan professionals waardoor deze niet toegankelijk zijn voor particuliere beleggers.

Het feit dat een belegging in een fonds wordt verspreid over meerdere objecten geeft in beginsel natuurlijk voordelen ten op zichte van een belegging in een enkel object. Echter biedt crowdfunding door de kostenstructuur en het brede aanbod de mogelijkheid om zelf een specifieke portefeuille op te kunnen bouwen. Gezien de eenmalige commissie over een

ingelegd bedrag maakt het niet uit hoe hoog of laag dit bedrag is. Twintig keer 100 euro inleggen kost evenveel als een keer 2000 euro inleggen. Bij fondsen en zeker beursgenoteerde producten zouden de kosten voor meerdere transacties van lage bedragen funest zijn voor het rendement. Ook worden crowdfunding beleggingen minder beïnvloed door markt volatiliteit en externe ontwikkelingen. Uiteraard kost het meer tijd en moeite om op deze manier een portefeuille samen te stellen maar daartegenover staan enorm veel voordelen. Het lijkt goed mogelijk dat de nevendienst *individueel portefeuillebeheer* hier later aan kan bijdragen.

In 2023 concludeerde Badrova, Nečiporuka en Lublój in een onderzoek naar de succesfactoren van vastgoed binnen crowdfunding door middel van een regressieanalyse op data van de Spaanse markt dat vooral de rente, looptijd, het doel en het minimum te investeren bedrag hierbij doorslaggevend waren (Badrova, Nečiporuka en Lublój, 2023). Risico-elementen en gegevens als het LTV of LTV-percentrage hadden geen impact op de slaagkans van het project, professionals in de sector bevestigde dat beleggers minder rekening hielden met risico's bij vastgoedbeleggen via crowdfunding en zij stelde dat het rendement uiteindelijk doorslaggevend is bij de overweging om wel of niet te beleggen. (Badrova, Nečiporuka en Lublój, 2023). Het advies voor aanbieders was een focus op aanbiedingen met een hoge rente en korte looptijd zoals een (her-) ontwikkeling omdat dit het meest populair is bij beleggers.

Marcia Wendorf stelde in een Forbes publicatie "REIT's V.s Real Estate Crowdfunding" dat crowdfunding veel meer transparantie en specifieke eindbestemmingen voor een belegging biedt, een lager minimumbedrag hanteert, beleggers aan minder (kapitaal-) vereisten worden getoetst en dat crowdfunding beleggingen minder effect van markt volatiliteit ondervinden dan beursgenoteerde effecten (Wendorf, 2023). Tegelijkertijd stelt ze dat effecten en REITS vaak wel een gegarandeerde kasstroom genieten ten opzichte van crowdfunding, dat de volledige inleg verloren kan gaan en dat een belegging via crowdfunding veel minder liquide is dan een verhandeld effect (Wendorf, 2023).

Dat laatste punt blijkt voor beleggers een belangrijk punt gezien er maar weinig aanbiedingen met een looptijd richting de 8-10 jaar worden aangeboden. Maar ook het feit dat een belegger zijn of haar volledige inleg kan verliezen wordt steeds duidelijker. Uit onderzoek blijkt namelijk dat steeds meer non-bancaire kredieten niet terugbetaald kunnen worden, met een jaarlijkse gemiddelde stijging van 1,7% naar 3% in 2023 (Smit, 2023). Afhankelijk van de zekerheidsstructuur waaronder hypotheekrechten zal de impact op beleggers per belegging verschillen.

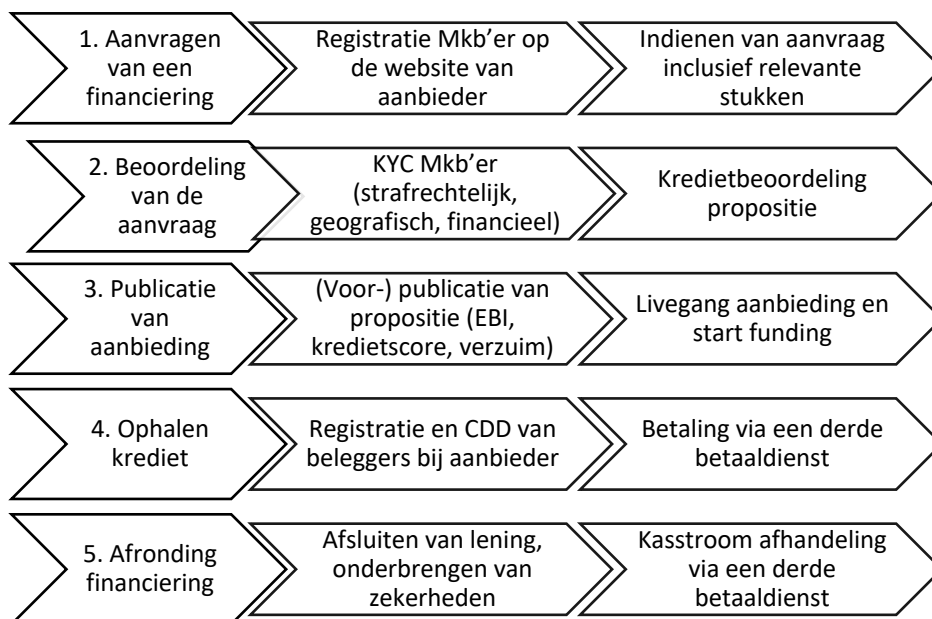
Tabel 2: De verschillende eigenschappen van indirecte vastgoedbeleggingen

#	Beleggings-methode	Crowdfunding	Niet-beursgenoteerd individueel	Niet-beursgenoteerd collectief	Beursgenoteerd
1.	Product of instrument	Effecten, leningen	Effecten, (P2P-) Leningen	Fondsen, REIT's, CV's, Private equity	Effecten, fondsen, REIT's, ETF's
2.	Krediet volume	< 5 miljoen	> 5 miljoen	Verskillend	Verskillend
3.	Looptijd	0,25 – 10 jaar	Verskillend	10 – 50+ jaar	Verskillend
4.	Due diligence	EBI, Ratings, Verzuimgraad	Prospectus, EBI, Ratings	Prospectus, EBI, Ratings	Algemeen, Cijfers, Ratings
5.	Minimale inleg	€100 – 250	€5.000 – 100.000	€5.00 – 100.000	Verskillend
6.	Kosten	0 – 2% over inleg	1 – 2% over inleg + doorlopende fee	1 – 2% over inleg + doorlopende fee	€1 – 3/transactie + doorlopende fee
7.	Garanties	Zekerheden	BCS	-	DGS
8.	Liquiditeit	Laag	Laag	Gemiddeld	Zeer hoog
9.	Markt-volatiliteit	Laag	Laag – Gemiddeld	Gemiddeld	Zeer hoog

2.4 Het crowdfunding proces

Crowdfunding is in beginsel een dienst die is gericht op particuliere beleggers. Het is dan ook cruciaal dat er op een juiste manier onderzoek wordt gedaan naar de Mkb'er en diens propositie. Gezien het brede aanbod en het "advies tot spreiden van beleggingen" van de AFM is het ook noodzakelijk dat dit op een consistente manier gebeurt. Daarnaast moeten de belangen van beleggers ook doorlopend worden gewaarborgd bij ongeregelheden, verzuim en mogelijke uitwinning van zekerheden.

Figuur 2: Stapsgewijs proces van crowdfunding



1. Wanneer een MKB'er een kredietaanvraag doet vindt er dan ook een KYC (Know Your Customer) check plaats waarbij zowel de financiële propositie als het trackrecord van de ondernemer worden gescreend. Naast een objectieve check op bijvoorbeeld een strafrechtelijk verleden, geografische beperkingen en mogelijke belangenverstrengeling vindt er een inhoudelijke toets plaats op de propositie van het project. Platformen moeten een lening toetsen aan een risicokader en aan de hand daarvan bepalen of de propositie kredietwaardig is. Mkb'ers moeten hierbij volledig transparant en correcte informatie aanleveren bij de aanbieder. Het management-agency probleem "de slager keurt zijn eigen vlees" lijkt hier in beginsel van toepassing. De interne organisatie van een aanbieder moet echter zó worden ingericht dat de risico en compliance afdeling gescheiden is van de commerciële tak van het bedrijf conform artikel 8 ECSPR.
2. Om de juiste voorwaarden voor de lening te bepalen wordt de propositie geanalyseerd aan de hand van het risicokader. Dit kader moet voldoen aan de ECSPR en EBA vereisten maar het is uiteindelijk aan de aanbieder zelf om deze concreet in te richten. Doordat aanbieders vrijheid hebben bij het opzetten en inrichting van deze kaders kunnen er enorm uiteenlopende risicocategorieën en kredietscores worden gehanteerd per aanbieder. Bij aanbieders met een brede portefeuille zijn dit bijvoorbeeld assets classes of marktsegmenten, maar ook landen kunnen dienen als een risicocategorie. Bij vastgoed aanbieders zien we dan ook verschillende risicocategorieën die in beginsel kwantitatief meetbaar zijn, denk aan AAA t/m C en 1 t/m 5. Aan deze categorieën en scores worden rendement gekoppeld. Daarnaast maken enkele aanbieders gebruik van externe scores en benchmarking als Creditsafe of een G-PD percentage. Scores dienen een toelichting en onderbouwing, denk aan marktanalyses, LTV/LTC percentages, het trackrecord van de ondernemer en inrichting van zekerheden.
3. Als de aanbieding kredietwaardig is en er voorwaarden zijn opgesteld wordt deze aanbieding op de website gepubliceerd. Potentiële beleggers kunnen deze aanbieding en informatie over de Mkb'er bekijken en zelf onderzoek doen via het verplicht gepubliceerde EBI-blad (essentiële belegging informatie) waarbij eerdergenoemde elementen in worden toegelicht. Daarnaast kan men gebruik maken van de kredietscores om te bepalen of de belegging passend is. Het EBI-blad is een door ESMA en de EBA opgesteld en verplicht document dat relevante informatie over zowel ondernemers als propositie moet weergeven conform artikel 23 Blad met essentiële beleggingsinformatie (ECSPR, 2023). Ook kan een belegger de portefeuille performance van aanbieders inzien en vergelijken door naar de gepubliceerde verzuimgraad te kijken, die ook per risicocategorie wordt berekend en gepubliceerd.
4. Indien een belegger een passende aanbieding heeft gevonden en hierin wilt beleggen dient een belegger zich eenmalig bij een aanbieder te registreren waarbij er een CDD

en een toelatings- en kennistest plaatsvindt. Na een succesvolle identificatie en afronding van de CDD kan de belegger investeren. De toelatingskennistest is enkel ter informatie en waarschuwing en biedt geen harde investering barrière wanneer deze onvoldoende wordt afgerond. Voor de daadwerkelijke transactie wordt de belegger verplicht doorgeleid naar een gekwalificeerde betaaldienstverlener, die ook vaak de CCD-verplichting van aanbieders op zich neemt, die zorgt voor de bewaarneming en doorlopende uitbetaling van kasstromen. Deze constructie zorgt ook direct voor een vermogensscheiding tussen aanbieder en belegger waardoor de belegging niet in gevaar komt wanneer de aanbieder er met het geld vandoor wil of plots failliet gaat.

5. Zekerheden worden veelal ondergebracht bij een stichting en notarieel vastgelegd met een “parallel-debt” constructie. Hierdoor hebben beleggers gezamenlijk en naar rato aanspraak op een enkel hypotheekrecht of andere waarborg. Beleggers moeten verder doorlopend juist en tijdig geïnformeerd worden over belangrijke zaken, hebben recht op een bedenktijd van 4 kalenderdagen en moeten op de hoogte worden gebracht van de klachtenprocedure. Een betaaldienstverlener handelt het financiële beheer af zonder tussenkomst van de crowdfunding aanbieder waardoor vermogensscheiding is gegarandeerd.

2.5 Het aanbod

Aanbiedingen variëren van residentiele en commerciële (eind-) beleggingen, vastgoed voor eigen (zakelijk) gebruik, (gedeelte) stapelfinanciering, werkkrediet, herfinancieringen van nieuwe of bestaande objecten/portefeuilles tot de complete ontwikkeling van objecten en/of parken, de flexibiliteit lijkt ongekend. Zo is crowdfunding nu duidelijk toepasbaar binnen het gehele vastgoedproces en niet enkel in de ontwikkelfase zoals gesteld door Van Der Peet in 2017. Deze flexibiliteit en mogelijkheid tot maatwerk financieren komt mede doordat aanbieders in principe geen beperking opgelegd hebben gekregen m.b.t. kredietvereiste en businessperformance van MKB'ers en diens propositie. In beginsel bepalen platformen in overleg met de ondernemer dus zelf of een project kredietwaardig is en welke structuur en financiële voorwaarden passend zijn voor de propositie. Zo zien we vastgoedaanbiedingen met rendementen variërend van 3% tot wel 18%. Zolang de propositie duidelijk en transparant naar beleggers communiceert wordt zou dit, in theorie, voor reële verwachtingen moeten zorgen. Wat ook opvalt is dat Mkb'ers die eerder krediet via crowdfunding hebben opgehaald vaak de weg naar crowdfunding snel terugvinden. Op internet lezen we over enkele Mkb'ers die tientallen financieringen bij dezelfde aanbieder hebben openstaan. Dit is uiteindelijk een mogelijk concentratie risico dat kan optreden en zoals een recent faillissement van een vastgoedondernemer met meer dan 30 uitstaande leningen bij een aanbieder.

Zekerheden en het trackrecord van een Mkb'er zijn er in enorm veel verschillende degradaties. Leningen verschillen van een vrijwel onderhandse lening tot een lening die geborgd is door

een hypotheekrecht, pandrecht, depot, borg, hypotheekverklaring en/of (privé-) aansprakelijkheid. Geldnemers kunnen starters zijn, meer ervaren Mkb'ers, maar ook grote internationale spelers op de vastgoedmarkt. Los van het directe specifieke vastgoed kunnen kasstromen binnen de portefeuille of organisatie uiteindelijk dan ook enorm van belang zijn voor de kredietwaardigheid van een Mkb'er en diens propositie.

Ontwikkel en renovatie aanbiedingen komen vaker voor als een bullet, of zelfs een full-bullet lening. Begrijpelijk gezien er nog kasstromen gegenereerd moeten worden, maar iets waar veel beleggers in het verleden vaak niet mee bekend waren blijkt uit reacties online. Bij de rest van de aanbiedingen is er meestal wel sprake van een paar procent aflossing per jaar, gevolgd door de bulk aan het einde van de looptijd. Looptijden zien we vanaf 3 maanden tot 10 jaar. Langere looptijden zijn toegestaan maar worden in de praktijk niet aangeboden. Mogelijk dat hier meer animo voor is wanneer de secundaire markt voor crowdfunding leningen wordt gerealiseerd. Leningen voor kleinere projecten of objecten worden vaker volledig via crowdfunding gefinancierd waarbij een 1^e hypotheek wordt verstrekt. Bij grotere projecten bezit de bank veelal een 1^e hypotheekrecht en wordt crowdfunding als stapelfinanciering tool gebruikt. In sommige gevallen wordt een enkel project zelfs via verschillende aanbiedingen met daarbij verschillende hypotheekrechten en rendementen aangeboden.

Naast risico's op verzuim of fraude, wat uiteindelijk altijd van toepassing is bij een belegging, gaat vastgoedbeleggen via crowdfunding vaak gepaard met kosten die per aanbieder sterk kunnen verschillen. Bij enkele aanbieders is beleggen gratis maar veelal wordt er een eenmalige fee van 1 – 2% of een doorlopende beheer fee van plusminus 0,5 – 1,0% per jaar over het uitstaande bedrag gehanteerd. Iets dat het uiteindelijk effectieve rendement en de verwachtingen van een belegger enorm kan beperken. Ook is het belangrijk dat crowdfunding níét onder het depositogarantiestelsel of het beleggerscompensatiestelsel valt. Hier heeft een belegger bij verzuim van een project of faillissement van een aanbieder dus geen recht op. Dit is een wettelijk bepaald gegeven dat aanbieders verplicht aan beleggers moeten melden op zowel de website als in het EBI-blad conform artikel 19 en 23 ECSPR (ECSPR, 2023).

Het feit dat het maximumbedrag bij crowdfunding slechts 5 miljoen bedraagt betekent ook dat aanbiedingen per definitie onder de prospectusvrijstelling vallen (AFM, 2017). Dit is bij andere manieren van indirect vastgoedbeleggen het belangrijkste informatiedocument waar beleggers gebruik van kunnen maken. Het opstellen van een prospectus kost veel tijd en geld doordat deze verregaande due diligence vereist en wordt beoordeeld door verschillende organisaties. Het is dan ook de vraag of de huidige wetgeving en toepassing bij crowdfunding beleggers van een gelijkwaardige informatievoorzieningen biedt.

Verder zijn beleggingen in beginsel niet liquide. De mogelijkheid voor aanbieders tot het aanbieden van een prikbord waar beleggers onderling beleggingen kunnen aan- en verkopen zou hier een oplossing voor bieden. In de praktijk zien we dit bij Nederlandse aanbieders

echter alleen terug bij effecten, maar de verwachting is dat dit bij leningen ook enorm wordt gewaardeerd door beleggers. Ook de extra tijd en moeite die het kost om op kleine schaal een portefeuille op te bouwen zou beperkt kunnen worden wanneer aanbieders individueel portefeuillebeheer aan beleggers aanbieden. Beleggers kiezen hierbij een voorkeur en limiet door het instellen van bepaalde parameters. Indien er een aanbod wordt gepubliceerd dat past binnen de kaders wordt er automatisch een vooraf ingesteld bedrag belegd. Ook deze dienst zien we in Nederland nog niet terug bij leningen. Door de populariteit van crowdfunding en de snelheid waarmee leningen worden gevuld lijkt het in sommige gevallen zelfs noodzakelijk om deze dienst aan te gaan aangezien beleggers hiermee als het ware voorrang krijgen om überhaupt te kunnen participeren in een belegging.

Al met al een gevarieerd aanbod aan beleggingen waar op verschillende manieren naar gekeken kan worden. Een traditionele beleggingsstrategie voor een portefeuille is volgens de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz gebaseerd op de verhouding tussen meerdere assets zoals aandelen, obligaties en leningen. Crowdfunding op zichzelf biedt beleggers dan ook een nieuwe mogelijkheid tot het verder aanvullen en diversifiëren van een portefeuille met leningen en aandelen. De flexibiliteit en brede toepasbaarheid van crowdfunding resulteert daarnaast ook in een marktsegment met aanbiedingen met enorm uiteenlopende risico- en rendement verhoudingen waardoor een belegger op zoek kan gaan naar een aanbieding met een risicoprofiel dat past bij diens specifieke beleggingsprofiel.

- A. Bij een defensieve strategie wil een belegger doorgaans geen of weinig risico lopen. Het uitgangspunt is vermogensbehoud en er wordt geaccepteerd dat rendement ook beperkt zal blijven. Op basis van huidig marktaanbod en kredietscores zijn de meer defensieve beleggingen in Nederland vooral (verhuurd-) residentieel vastgoed in grotere steden of de ontwikkeling en exploitatie van zonnen-parken. Deze beleggingen zijn vaak voor de lange(re) termijn van 5 tot wel 10 jaar en brengen zo'n 5% tot 7% bruto rendement op. Mkb'ers variëren van starters tot grote marktspelers en aanbiedingen lopen dan ook uiteen van een enkel appartement tot een grootschalig project. Veelal is hier sprake van een annuïtaire hypotheek met een eerste recht van hypotheek, mogelijk aangevuld met andere zekerheden.
- B. Bij een gemiddeld risicoprofiel kun je denken aan verhuurd Nederlands commercieel vastgoed of vastgoed dat wordt aangekocht voor eigen gebruik, vaak met een looptijd tussen de 3-5 jaar en een bruto rente van 7-9%. Meestal is er sprake van doorlopende aflossing en zijn er bepaalde zekerheden aanwezig.
- C. Bij een offensieve strategie is het uitgangspunt juist zo veel mogelijk winst maken. Het hogere risicoprofiel wordt hier dan ook beloond potentieel hoog rendement. Wat betreft Nederlands vastgoed kan er gekozen worden voor een ontwikkeling, renovatie of herfinanciering van commercieel vastgoed, vaak een bullet-lening met een looptijd

van enkele maanden tot hooguit 2-3 jaar waarbij een rendement van 9% tot 12% mogelijk is. Ook hier kan sprake zijn van gevestigde zekerheden.

- D. Beleggingen in buitenlands vastgoed (met nog meer risico?) zoals de aankoop van een enkele woning, maar ook de ontwikkeling van complete parken zouden tot wel 15-18% rendement moeten opbrengen. De looptijd varieert hier van enkele maanden tot enkele jaren en het betreft meestal een full-bullet lening die is achtergesteld aan verschillende andere leningen. Ook zijn er participaties of converteerbare obligaties mogelijk. Zekerheden zijn hier veelal beperkt.

Gezien het Europese speelveld is het voor nu de vraag of aanbiedingen in sector C echt kwalificeren als hoog risicoprofiel. Gezien de huidige Nederlandse marktomstandigheden lijken veel buitenlandse rendementen in beginsel aantrekkelijker voor beleggers, maar dat is uiteraard zonder rekening te houden met eventuele risico's. Het aanbod zal in ieder geval steeds uitgebreider worden. Zo publiceerde Fatpos Global een rapport waarin verwacht wordt dat het wereldwijde volume van crowdfunding voor vastgoed in 2030 1,4 biljard (1400 miljard) euro zal bedragen terwijl dit in 2020 slechts 150 miljard bedroeg (Fatpos Global, 2022).

2.6 Deelconclusie

1. Het afgelopen decennium is de crowdfunding markt zonder (overheids-) beperkingen en ingrijpen ontwikkeld tot een volwassen markt. Volgens de Klassieke Theorie van Smith ook wel de ontwikkeling van een vrije markt door middel van de Invisible Hand. De theorie stelt dat overheidsingrijpen slechts belemmerend werkt. Door ontwikkelingen in vraag (kredietbehoefte Mkb'er) en aanbod (beleggers opzoek naar een nieuwe bestemming voor krediet) heeft de crowdfunding markt zichzelf, maar ook ten opzichte van alternatieven gecorrigeerd richting een economisch equilibrium en efficiënte markt.
2. Vastgoed is uitermate goed toepasbaar bij crowdfunding, in het hele vastgoedproces en binnen ieder segment. Dit komt doordat het profiel van crowdfunding veel meer flexibiliteit en maatwerkfinancieringen biedt dan traditionele kredietverstrekkers kunnen en willen bieden. Onderpandvereiste zijn beperkt nodig terwijl er een hoog LTV-percentag kan worden gefinancierd, ook is de doorlooptijd veel korter en de slaagkans veel groter dan bij een bank. Crowdfunding financieringen zijn maximaal 5 miljoen en kredietverstrekking tot 1-2 miljoen is juist de bandbreedte waar vraag naar is gezien de terughoudendheid van traditionele kredietverstrekker en banken. Gezien de huidige ontwikkelingen zal de behoefte aan crowdfunding en alternatieve kredietverstrekking voorlopig alleen toenemen.
3. Beleggers genieten duidelijke voordelen bij vastgoedbeleggen via crowdfunding. Zij kunnen rendement behalen op een beleggersmarkt die normaal niet voor hen toegankelijk is. Hier kunnen zij zeer laagdrempelig beleggen in een enorm breed aanbod van vaak vrij tastbaar specifiek vastgoed ten opzichte van een gespreide belegging in een (beursgenoteerd-) fonds of index. Kennis en vooral kapitaal vereisten zijn enorm beperkt ten opzichte van andere traditionele indirecte methoden van vastgoedbeleggen. Structuren, zekerheden en waarborgen kunnen enorm verschillen per aanbieder en aanbieding. Op deze manier is spreiding en het zoeken naar specifiek passende beleggingen binnen handbereik, maar het creëert mogelijk ook een chaotisch kader om aanbiedingen qua risicoprofiel en structuur met elkaar te vergelijken.
4. Het is dan ook cruciaal dat beleggers op een juiste en uniforme manier zelf due-diligence kunnen doen. Dit kunnen zij doen door gebruik te maken van gepubliceerde informatie over de Mkb'er en diens propositie op de website van de aanbieder. De prospectusplicht is niet van toepassing op crowdfunding aanbiedingen en beleggers moeten rekening houden met mogelijke kosten, verzuim en het ontbreken van het BCS en het DGS. Ook is de secundaire markt op dit moment nog zeer beperkt.

3. De impact van de nieuwe Europese wet- en regelgeving

3.1 Het oude nationale kader

Zoals eerder gesteld zijn er vier concrete vormen van crowdfunding: doneren, sponsoring/voorverkoop, leningen en effecten. Het toezicht van de AFM is beperkt tot Loan based en Equity based, wat in de praktijk betekende dat er een ontheffing voor het bemiddelen in opvorderbare gelden nodig is voor het aanbieden van leningen, en een MiFID vergunning voor het aanbieden van effecten.

In 2013 werd de eerste ontheffing voor crowdfundingdienstverlening verleend. Het gaat hierbij om een 'Ontheffing verbod aantrekken opvorderbare gelden', dat geldt als een ontheffing op het verbod van artikel 3:5 van Wet op het financieel toezicht (Wft) lid 1 *"Het is eenieder verboden in Nederland in de uitoefening van een bedrijf van het publiek opvorderbare gelden aan te trekken, ter beschikking te verkrijgen of ter beschikking te hebben"* (DNB, 2023).

In 2017 publiceerde de AFM naar aanleiding van een onderzoek een aanbeveling (ook wel *good practices*) voor informatievoorzieningen voor crowdfunding aanbieders over verzuim, afboekingen en het nettorendement (AFM, 2017). Het onderzoek concludeerde onder andere dat 30 aanbieders niets over bovenstaande drie elementen publiceerde, slechts 3 aanbieders alle 3 de elementen publiceerden en dat slechts een aanbieder aanbiedingen afboekt na 90 dagen betalingsachterstand (AFM, 2017).

Deze bevinden waren in lijn met de uitkomsten van het onderzoek van Hutchinson in 2017 naar het juridische kader van het nationale ontheffingsregime voor crowdfunding waaruit bleek dat beperkte en uiteenlopende informatievoorzieningen voor beleggers niet de juiste basis en bescherming bood.

De belangrijkste aanbevelingen van de AFM waren:

1. Geef inzicht in portefeuille performance en betalingsachterstand;
2. Onderbouw en licht definities toe;
3. Toon betalingsachterstanden als gehele nog af te lossen bedragen;
4. Er is sprake van betalingsachterstand na 90 dagen;
5. Nettorendement = gemiddelde rente minus afgeboekt en kosten;
6. Maandelijkse portefeuille updates over verhouding aflossing en rente, totaal volume en betalingsachterstanden en afboeking.

In beginsel een mooie basis maar uiteindelijk niet verplicht waardoor deze vaak ook niet nageleefd werden door aanbieders. Ook waren deze aanbevelingen beperkt tot informatie op portefeuilleniveau waardoor dit geen concreet kader gaf voor informatievoorzieningen op aanbieder- en Mkb'er niveau.

Opvallen genoeg stelde Wopke Hoekstra als minister van Financiën in een column op IEX Participaties in 2019 dat hij nog geen crowdfundingwet wou en dat hij meer zag in zelfregulering van de markt (IEX Participaties, 2019). Aanleiding hiervoor waren Kamervragen over een onderzoek van Trouw en De Groene Amsterdammer waaruit bleek dat tientallen kleine bedrijven failliet zijn gegaan door woekerrentes tot 20% die aanbieders vroegen (IEX Participaties, 2019). Ondanks dat hij erkende dat kleine Mkb'ers gebaat zijn bij meer bescherming bij kredietverstrekking via crowdfunding was dit volgens hem geen aanleiding voor de introductie van nieuwe crowdfunding wet- en regelgeving.

Het was dan ook relatief eenvoudig voor een partij om een ontheffing aan te vragen en leningen aan het publiek aan te bieden. Vereisten voor deze ontheffing zagen in beperkte mate toe op de geschiktheid & betrouwbaarheid van beleidsbepalers, integere en beheerste bedrijfsvoering en maatregelen t.b.v. de bescherming van geldnemer en (vooral) geldlener (AFM, 2023). Ook werd er een investeerderstoets en een maximum te investeren bedrag voor particulieren (80.000 euro) ingesteld. Dit werd later weliswaar aangevuld door de aanbevelingen van de AFM, maar implementatie hiervan was niet verplicht. Ook zagen deze cijfers vooral toe op informatie op platform niveau, waardoor specifieke aanbieder informatie beperkt bleef. Al met al slechts een minimale inrichting van de bedrijfsvoering en beperkte informatie verplichtingen in vergelijking met de nieuwe ECSPR-wetgeving.

3.2 De transitie

Na een periode zonder specifieke regelgeving waarin de crowdfunding markt enorm is gegroeid heeft de ESMA (European Securities and Market Authority) samen met de EBA (European Banking Authority) een Europese Gedelegeerde Verordening opgesteld. Op 10 mei 2021 is deze nieuwe Europese crowdfunding verordening (ECSPR) in werking getreden met als uiteindelijke doel:

1. Uniforme crowdfundingdienstverlening binnen Europa,
2. Het beter waarborgen van beleggersbescherming.

De werking van het evenwichtsmodel van Adam Smith, de Invisible Hand komt hiermee tot een abrupt einde door overheidsingrijpen op Europees niveau. Volgens Keynes zijn niet-evenwichtsmodel, de General Theory, is het uiteindelijk dan ook aan de overheid om de rol van "evenwichtscoördinator" te vervullen. Tegelijk erkennen andere niet-evenwichtsmodellen zoals de theorie van Wolfe tekortkomingen bij overheidsingrijpen doordat er op dat moment geen sprake meer is van een rationeel prijssysteem.

Deze verordening stelde dat partijen die crowdfundingdiensten willen (blijven) aanbieden na 10 november 2022 over een volwaardige ECSPR-vergunning moeten beschikken. Vanaf dit moment zou crowdfundingdienstverlening onder nationale wet- en regelgeving in Nederland niet meer toegestaan zijn met een ontheffing. De verordening bracht echter veel interpretatie

en implementatie vraagstukken met zich mee die gedeeld werden door marktpartijen, adviseurs, brancheverenigingen en toezichthoudende organen. Dit heeft ESMA uiteindelijk doen beslissen de overgangsperiode met een jaar te verlengen naar 10 november 2023 (ESMA, 2022). Tot deze datum geldt het nationale regime en vanaf dit moment is crowdfundingdienstverlening in Europe enkel toegestaan met een ECSPR-vergunning.

Ondanks dat dit dus ook betekende dat marktspelers en aanbieders een jaar langer de tijd hadden op zich voor te bereiden op het verkrijgen van de vergunning, blijkt slechts een kwart van de ontheffing houders nu over een ECSPR-vergunning te beschikken (AFM, 2023). Hieruit blijkt dat veel aanbieders hebben besloten dat het aanvragen van een vergunning niet haalbaar of wenselijk is gezien de vereiste kennis, bedrijfsinrichting, tijd, verplichtingen, capaciteit en/of kosten die hiermee gemoeid zijn. Het gevolg is dan ook een duidelijke consolidatieslag bij marktspelers op Nationaal en Europees niveau. Meerdere Nederlandse aanbieders zijn reeds gefuseerd met andere nationale of internationale aanbieders. Naast kennis en ervaring van overgenomen aanbieders lijkt veelal het bestand met vaak duizenden beleggers enorm waardevol. In het verlengde hiervan is de markt een stuk professioneler geworden doordat alleen partijen die bewezen hebben te kunnen voldoen aan de nieuwe Europese lat crowdfundingdienstverlening mogen (blijven) aanbieden.

3.3 Het huidige Europese kader

Vanaf 10 mei 2021 vallen in beginsel alle crowdfundingdiensten onder de ECSPR-reikwijdte, tenzij wordt voldaan aan een van de elementen van Artikel 1 ECSPR.

Artikel 1, sub 2 ECSPR: De verordening is niet van toepassing op:

- a) Crowdfundingdiensten die aan consumenten worden aangeboden;
- b) Andere diensten dan beschreven in artikel 2 ECSPR;
- c) Aanbiedingen van meer dan €5.000.000,- per projecteigenaar, per jaar. (ECSPR, 2021)

Consumptief (hypotheclair-) krediet en aanbiedingen boven de 5 miljoen zijn uitgesloten. Donaties en voorverkoop, wat in de volksmond vaak onder crowdfunding valt, is ook niet van toepassing. Verder hoeft er niet per definitie sprake te zijn van een crowd, een-op-een financieringen die worden aangeboden op een publiekelijk toegankelijk platform conform Artikel 1, sub 77 Wft vallen ook onder dit regime.

Vervolgens worden in artikel 2 ECSPR de hoofd- en nevendiensten toegelicht die een crowdfundingdienstverlener (aanbieder) mag aanbieden. De twee hoofddiensten zijn:

- i. Het faciliteren van het verstrekken van leningen;
- ii. Het plaatsen van effecten of voor crowdfunding toegelaten instrumenten.

De nevendiensten die een aanbieder kan aanvragen zijn:

- i. Activabewaring;
- ii. Betaaldienstenverlening;
- iii. Het toepassen van kredietscores;
- iv. Suggesties van prijs en/of rentes;
- v. Het aanbieden van een prikbord (waar beleggers vraag en aanbod kunnen plaatsen);
- vi. Het aanbieden van individueel portefeuillebeheer van leningen. (ECSPR, 2021)

Aanbieders die een ECSPR-vergunning ambiëren zullen flink aan het werk moeten. Deze vergunning draagt veel meer bedrijfsmatige en beleidsmatige vereisten dan een ontheffing. De verordening bestaat uit 51 artikelen, 79 overwegingen, 2 bijlages en wordt aangevuld door meerdere ESMA en EBA RTS'sen (Regulatory Technical Standards).

Zo moet een aanbieder:

1. Een geschikt en betrouwbaar bestuurderscollectief met de juiste kennis, kunde en portefeuilleverdeling hebben conform de Beleidsregel Beleidsbepalers van de AFM. Beleidsbepalers en indien van toepassing een RvC/RvT worden op betrouwbaarheid en geschiktheid getoetst. Een meerderheidsaandeelhouder wordt slechts getoetst op betrouwbaarheid. De kosten variëren van 700 tot 2200 per persoon.
2. Een beheerste en integere bedrijfsvoering hebben met een degelijke en duidelijke governance structuur, risico en compliance inrichting inclusief functiescheiding en zorgvuldigheidseisen hanteren. Ook moet de bedrijfscontinuïteit worden geborgd en vermogensscheiding garandeert. Verder moet er meer aandacht worden besteed aan IT- en uitbestedingsrisico's inclusief mitigerende maatregelen en moeten aanbieders doorlopend aan de prudentiële vereisten van DNB voldoen.
3. Aandacht hebben voor risicomanagement op project niveau inclusief zwaardere verplichtingen en eisen voor geldnemer en geldlener. Een positieve KYC en CDD uitkomst is hierbij cruciaal, evenals een evenals gebruik van het EBI-formulier en het opstellen van een risicokader voor kredietbeoordeling.
4. Onverwijld en niet misleidend doorlopend de belangen van beleggers borgen. Beleggers moeten direct worden geïnformeerd als hier aanleiding toe is en moeten worden begeleid in geval van verzuim of uitwinning van zekerheden. Ook moeten aanbieders informatie publiceren over de verzuimgraad van de portefeuille totaal en per risicocategorie. Verder moet er een duidelijk klachten- en incidentbeleid aanwezig zijn.
5. Jaarlijks doorlopende toezichtkosten betalen en kost een vergunningaanvraag 200 euro per uur met een maximum van 75.000 euro. De bestuurderstoetsing kosten worden hierbij opgeteld. Aanvragers zijn omwille van een juiste en tijdige afronding van een vergunningaanvraag dan ook enorm gebaad bij een degelijke adviseur of begeleider gedurende dit traject.

Beleggers mogen er dus van uit gaan dat een legale aanbieder over de juiste bedrijfsinrichting en vereisten beschikt om aan deze nieuwe Europese lat te voldoen. Aanbieders en aanbiedingen zijn juist getoetst aan geografische en strafrechtelijke vereisten, er heeft een kredietwaardigheidstoets plaatsgevonden die inzichtelijk is waarbij er passende voorwaarden zijn gesteld. Met transparante communicatie en informatie verplichtingen zou dit in beginsel voor reële verwachtingen moeten zorgen. Ook het verplicht gebruik van een gekwalificeerde betaaldienstverlener biedt enorme waarborgen doordat kasstromen van de aanbieder zijn gescheiden waardoor vermogensscheiding is gegarandeerd bij faillissement of mogelijke fraude.

3.4 Crowdfunding informatievoorzieningen

3.4.1 Het EBI-formulier

Het EBI-formulier, de risicoclassificatie/kredietscores en de verzuimgraden brengen duidelijk de meeste nieuwe waarborgen voor beleggers. Deze verplichte informatie op project-niveau is precies wat ontbrak onder het Nationaal regime en is in de ECSPR nader uitgewerkt en gestandaardiseerd. De aanbevelingen van de AFM in 2017 waren niet verplicht en zagen ook vooral toe op informatie publicatie op portefeuilleniveau, en niet op projectniveau.

Het EBI-formulier bestaat uit 6 delen (*zie bijlage voor het hele document*):

- A. Informatie over de Mkb'ër;
- B. Lening structuur en voorwaarden;
- C. Risicoanalyse op project-, sector-, verzuim- en liquiditeitsrisico;
- D. Informatie over de waardering, bewaring en waarborgen op de effecten;
- E. Informatie over een mogelijke SPV (STAK);
- F. Beleggersrechten met betrekking tot effecten;
- G. Lening informatie (rente, kasstromen, risico, verzuim Mkb'ër, maatregelen verzuim);
- H. Kosten, fee's en rechten (bij aanvang, doorlopend en bij exit);

Gezien de kasstromen en waarborgen bij vastgoed meestal direct betrekking hebben op de stenen lijkt deel A in beginsel meer van belang bij een bedrijfsfinanciering dan een vastgoedfinanciering maar ook hier kan dit een hoop inzicht geven. Denk aan het trackrecord, de financiële positie en concentratierisico's van Mkb'ers die soms wel tientallen lening bij een enkele aanbieder hebben uitstaan. Delen D, E en F zijn niet van toepassing bij leningen.

3.4.2 De risicoclassificatie en kredietscore

Voor het toepassen van kredietscores en prijssuggesties moeten aanbieders een risicokader opzetten waarmee proposities getoetst worden en aan een bepaalde risicoclassificaties worden toebedeeld. Op basis van deze classificatie worden er passende voorwaarden gekoppeld. Indien een kredietscore niet toereikend is wordt het aanbod niet gepubliceerd.

Deze berekeningen en scores dienen toelichting en onderbouwing en moeten voldoen aan de vereisten van artikel 4 lid 4 ECSPR, artikel 19 lid 6 en 7 ECSPR en het Final Report EBA RTS 2020/1503 (zij bijlage voor het hele document).

Artikel 4 lid 4 ECSPR stelt dat een aanbieder een beoordeling moet doen naar de mogelijkheid dat een Mkb'er in verzuim raakt. Dit door onder andere:

1. Jaarrekeningen van de laatste twee boekjaren en alle andere informatie die van belang is voor het doen van een kredietbeoordeling op te halen bij geldnemer;
2. Een doeltreffend beleid te hebben voor het doen van kredietbeoordeling en prijsbepaling.
3. Een waardering uit te voeren op het moment van initiëring, bij verzuim en bij een vervroegde exit.
4. Een risicokader op te stellen voor de elementen die behandeld worden in dit artikel en het bijhouden van een register van kredietbeoordelingen van aanbiedingen.

In artikel 19 lid 6 ECSPR stelt dat aanbieders de methode voor de kredietbeoordeling openbaar maken en lid 7 stelt dat EBA in samenwerking met ESMA technische reguleringsnormen opstelt ten behoeve van de kredietbeoordeling in artikel 4 lid 4 ECSPR (ESMA, 2021).

Dit heeft geresulteerd in de EBA RTS: *“Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503”* (EBA, 2022).

Artikel 1 stelt dat aanbieders ten alle tijden inzicht moeten geven aan beleggers over de gebruikte methode voor de risicobeoordeling. Dit moet op een de toegewijde websitepagina inzichtelijk en vooral duidelijk worden gepresenteerd.

Artikel 2 geeft aan dat aanbieders inzichtelijk moeten maken of er gebruik is gemaakt van statistische, judgement-based, automatische modellen of een combinatie.

Artikel 4 stelt dat beleggers geïnformeerd moeten worden over de impact van de volgende elementen in de prijsbepaling methode:

- i. Winstgevendheid;
- ii. Kasstromen;
- iii. Leverage, schuld en solvabiliteit;
- iv. Krediet historie Mkb'er;
- v. Waarborgen en zekerheden.

Hetzelfde geldt voor de niet-financiële elementen:

- a. Macro-economische factoren lokale wetgeving vastgoed;
- b. Competitie in de sector
- c. Mkb'er specifieke kennis, ervaring en trackrecord

Artikel 6 stelt dat aanbieders over een adequaat prijsbepalingskader en mechanisme moeten beschikken om reële prijzen te bepalen.

Artikel 8 dat beleggers een toelichting moeten krijgen op hoe de volgende elementen invloed hebben op de prijsbepaling:

- a. De hoofdsom van de lening;
- b. De looptijd van de lening
- c. De betaal- en aflossingsstructuur
- d. De resultaten van de kredietbeoordeling

Vervolgens stelt artikel 9 dat er ook een toelichting moet worden gegeven op hoe de volgende elementen hier invloed op hebben gehad:

- a. De risico-vrije rente die is gebruikt;
- b. De risicoclassificatie;
- c. De aanwezigheid van zekerheden of waarborgen;
- d. De kosten (eenmalig en doorlopend);
- e. Ieder ander risico dat mogelijk van toepassing is.

Voor het daadwerkelijk bepalen van een prijs stelt artikel 11 dat de volgende elementen moeten worden meegenomen in de berekening:

- a. Het risicoprofiel van de Mkb'er of de aanbieder volgens de risicoclassificatie;
- b. De netto contante waarde;
- c. De marktomstandigheden;
- d. De bedrijfsstrategie.

Bij het berekenen van de netto contante waarde moeten de volgende elementen van toepassing zijn:

- i. De hoofdsom;
- ii. De looptijd;
- iii. De betaal- en aflossingsstructuur;
- iv. Een passende rente voor de discount.

3.4.3 De verzuimgraad

Daarnaast moeten aanbieders nu jaarlijks een verzuimgraad op portefeuilleniveau en per risicocategorie publiceren. Dit deden meerdere partijen onder Nationale regime al op portefeuilleniveau (gedeeltelijk vrijwillig) maar veelal met een eigen interpretatie van de berekening waardoor een eerlijke vergelijking voor beleggers niet altijd mogelijk was. Dit gebeurde door bijvoorbeeld door met 90, 180 of 360 dagen betalingsachterstand te rekenen, andere tijdsperiodes of door de definitie van verzuim en/of afgeboekt anders te interpreteren.

ESMA heeft samen met de EBA een uniforme berekenmethode geïntroduceerd in de RTS uit het Final Report EBA/RTS/2022/05, waardoor beleggers nu wel concreet performance van aanbieders met elkaar kunnen vergelijken (*zie bijlage voor het hele document*). Zo is er een aanbieder die eerder in 2022 0% verzuim communiceerde, maar later volgens ESMA en EBA standaard een verzuimgraad van 19,6% (11/59) op de website gepubliceerde. De toepassing en openbaarmaking van de verzuimgraad dient te voldoen aan artikel 20 ECSPR en de RTS van het final report.

Artikel 20 ECSPR stelt dat aanbieders die leningen verstrekken:

1. Elk jaar de verzuimgraad van aanbiedingen die de afgelopen 36 maanden zijn gepubliceerd moeten berekenen;
2. Zowel op portefeuilleniveau maar ook per risicocategorie;
3. Deze resultaten maximaal vier maanden na het einde van het boekjaar publiceren;
4. Moeten voldoen aan de technische reguleringsnormen van de EBA RTS.

Deze EBA RTS stelt het volgende:

1. Een project is in verzuim wanneer een Mkb'er 90 dagen betalingsachterstand heeft of wanneer er redelijkerwijs verwacht wordt dat hij er niet meer betaald kan worden;
2. De berekening is het gemiddelde van de afgelopen 12 maanden:
 - a. De teller zijn alle aanbiedingen die minimaal een keer in verzuim raakte;
 - b. De noemer zijn alle aanbiedingen die niet in verzuim raakte.
3. Dezelfde berekening wordt toegepast per risicocategorie;
4. De tellers en noemers dienen jaarlijks gepubliceerde te worden.

Voor het gebruik van het EBI-formulier en de berekening van de verzuimgraden wordt een objectieve en uniforme werkwijze gehanteerd conform ECSPR en EBA-werkwijze. Dit is echter niet helemaal het geval bij kredietbeoordeling en het toewijzen van risicoclassificatie (risicocategorieën). De ECSPR en EBA bieden in beginsel uitgebreide kaders en verplichtingen voor de kredietbeoordeling maar laten uiteindelijk de concrete uitwerking over aan aanbieders.

Gezien het brede aanbod in de crowdfundingmarkt is het natuurlijk ook lastig om slechts één juiste kredietbeoordeling te hanteren. Zo zien we bijvoorbeeld dat Lendahand, een aanbieder met een focus op maatschappelijk en sociale impact in derdewereldlanden verschillende investeringstypes en landen als risico-categorieën hanteert, wat in diens geval heel toepasselijk is. De vraag is dan ook of de uitwerking en toepassing van kredietscores in de praktijk wel of niet juist gebeurt. Is het op deze manier voor beleggers mogelijk om aanbod en performance van verschillende aanbieders met elkaar te kunnen te vergelijken?

3.5 Deelconclusie

1. De vrije marktwerking, de Invisible Hand van Adam Smith, is ten einde gekomen door overheidsingrijpen op Europees niveau met een marktconsolidatie tot gevolg. Tegelijkertijd opent dit een Europees speelveld, worden de marktspelers professioneler en biedt dit wettelijke kaders ten behoeve van beleggersbescherming en toezicht. Volgens Keynes en zijn General Theory is het uiteindelijk dan ook aan de overheid om deze rol van “evenwichtscoördinator” te vervullen. Tegelijk erkennen andere niet-evenwichtsmodellen zoals de theorie van Wolfe tekortkomingen bij overheidsingrijpen door afwezigheid van een rationeel prijssysteem met als gevolg een mogelijke marktverstoring.
2. De belangrijkste elementen van de ECSPR op organisatie- en portefeuilleniveau van aanbieders en de markt toezien op:
 - Een uniform Europees speelveld;
 - Een geschikt en betrouwbaar bestuur;
 - Beheerste en prudente bedrijfsvoering;
 - Bedrijfscontinuïteit waarborging waaronder vermogensscheiding door gebruik van een gekwalificeerde betaaldienstverlener;
 - Publicatie en informatie verplichtingen;

Ook de mogelijkheid tot het kunnen aanbieden van een prikbord waar beleggers koop en verkoop intenties kunnen uitwisselen en het aanbieden van individueel portefeuillebeheer lijkt enorm waardevol.

3. Op project aanbidding niveau bieden de nieuwe informatiepublicaties de meeste waarde voor beleggers ten opzichte van het oude Nationale regime. Concreet zijn dit:
 - a. Het EBI (essentiële beleggingsinformatie) formulier;
 - b. De risicoclassificaties en kredietscores;
 - c. De verzuimgraad op portefeuille niveau en per risicoclassificatie.

Het gebruik van het door ESMA geïntroduceerde EBI-formulier is verplicht en is in beginsel objectief in te vullen en te lezen. Ook voor het berekenen van de verzuimgraad heeft de EC (13.7.2022) een uniforme en verplichte berekenwijze geïntroduceerd. Beide dragen bij aan de mogelijkheden waarmee beleggers aanbiedingen en (de performance van) aanbieders op een eerlijke, transparante en uniforme wijze kunnen vergelijken. Echter, bij het gebruik van risicoclassificaties en het toepassen van kredietscores is dit niet het geval. De EBA RTS (29.04.2022) stelt wel enkele verplichte elementen en kaders maar biedt uiteindelijk enkel handvaten en richtlijnen voor het concreet inrichten van risicoclassificaties en de methode van kredietbeoordeling.

4. Methodologie

4.1 Inleiding

Het theoretische kader is behandeld in hoofdstuk 2 en het institutionele kader in hoofdstuk 3. In dit hoofdstuk volgt het praktijkonderzoek naar de impact van het ECSPR-kader voor vastgoedbeleggers via crowdfunding. Het doel is om inzicht te krijgen hoe de praktijk implementatie van de nieuwe wetgeving heeft plaatsgevonden en of deze op het gebied van kredietbeoordeling wel de juiste uniforme en transparante kaders biedt.

4.2 Doelstelling

In hoofdstuk 2 is geconcludeerd dat het cruciaal is dat beleggers juist en correct moeten worden geïnformeerd over de Mkb'er en diens aanbieding om zelf onderzoek te kunnen doen naar passende beleggingen. Hierbij is het van uiterst belang dat ECSPR-vergunninghouders ook zelf gedegen onderzoek naar de Mkb'er en diens propositie doen en deze informatie correct en transparant met beleggers delen.

In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat er hierbij met name drie informatievoorzieningen en processen die volgen uit de ECSPR-wetgeving voor beleggers van belang zijn:

1. Het correcte gebruik van het EBI (essentiële beleggingsinformatie) formulier;
2. Een juiste kredietbeoordeling en transparante risicoclassificaties en kredietscores;
3. De verplichte publicatie van de verzuimgraad op portefeuille niveau en per risicoclassificatie.

Het gebruik van het door ESMA geïntroduceerde EBI-formulier is verplicht en is in beginsel objectief in te vullen en te lezen. Ook voor het berekenen van de verzuimgraad heeft de EC (13.7.2022) een uniforme en verplichte berekenwijze geïntroduceerd. Beide dragen bij aan de mogelijkheden waarmee beleggers aanbiedingen en (de performance van) aanbieders op een eerlijke, transparante en uniforme wijze kunnen vergelijken. Echter, bij het gebruik van risicoclassificaties en het toepassen van kredietscores is geconcludeerd dat dit niet het geval is. De EBA RTS (29.04.2022) stelt wel enkele verplichte elementen en kaders maar biedt uiteindelijk slechts handvaten en richtlijnen voor het concreet inrichten van risicoclassificaties en de methode van kredietbeoordeling.

Beleggers, en vooral particuliere beleggers zijn enorm gebaat bij een uniforme, toereikende en transparante kredietbeoordeling. Zeker bij gebrek aan specifieke kennis zal een belegger enorme waarde hechten aan een kredietscore om te bepalen of een aanbieding passend is. Het kunnen vergelijken van risicoclassificaties en kredietscores van verschillende aanbieders is hierbij essentieel. Hetzelfde geldt voor de verzuimgraad per risico categorie.

In hoofdstuk 4 wordt er dan ook specifiek onderzoek gedaan om te kijken of de huidige toepassing van deze kredietscores wel toereikend zijn voor beleggers. Bevorderen de nieuwe ECSPR-kaders voor kredietbeoordeling wel op een juiste manier uniformiteit en transparantie voor beleggers bij vastgoedfinancieringen door middel van crowdfunding? Hierbij wordt de effectiviteit van de ECSPR-wetgeving in de praktijk geëvalueerd en vastgesteld of er wel of niet wordt bijgedragen aan het creëren van een uniform speelveld.

4.3 Scope

De scope van het onderzoek is gericht op Nederlandse aanbieders met een ECSPR-vergunning. Het AFM- en ESMA-register laat zien of een aanbieder een vergunning heeft. Het onderzoek richt zich op loan-based crowdfunding dienstverlening conform artikel 2 lid 1 sub i ECSPR en wordt beperkt tot aanbieders die enkel of vooral actief zijn in de vastgoedsector en gebruik maken van de nevendiensten *het toepassen van kredietscores* en *suggesties van prijs en/of rente* conform artikel 19 lid 6 ECSPR.

Voor het ophalen van informatie wordt er strikt gebruik gemaakt van door de aanbieder openbaar gepubliceerde data. De verschillende (doorlopende-) kosten per aanbieder worden buiten beschouwing gelaten. Voor beleggers en Mkb'ers is dit uiteraard enorm van belang maar dit heeft verder geen impact op de concrete kredietscores die wordt toegewezen aan een propositie.

4.4 Methode

Voor dit kwalitatieve onderzoek wordt gebruik gemaakt van de Theorie, Praktijk en Analyse-structuur. Via desk-research wordt onderzocht hoe en op welke manier aanbieders en beleggers de belangrijkste elementen van de ECSPR die toezien op kredietbeoordeling interpreteren en implementeren. De data en bronnen worden verzameld door middel van een website- en documentanalyse. ECSPR-vergunninghouders moeten verplicht en openbaar toegankelijk op de website inzicht geven in de toepassing en berekening van risicoclassificaties en kredietscores. Hierbij kijken we ook naar de ECSPR en ondersteunende EBA RTS over kredietbeoordeling en prijsbepaling om te bepalen of de beoordeling formeel toereikend is en voldoet aan wettelijke verplichtingen.

Om naast het “uiterlijk” en de gebruikte termen bij de kredietscores ook meer inzicht te krijgen in verschillen in de concrete inhoudelijke beoordeling van de methode worden er twee fictieve casussen opgesteld en getoetst conform de berekenmethode van de aanbieders.

Vervolgens worden de uitkomsten van het onderzoek inclusief mogelijke adviezen met enkele crowdfunding en vastgoed stakeholders besproken middels een semigestructureerd interview. Er is gekozen voor interviews omdat er nog relatief weinig gepubliceerde data en informatie

beschikbaar is over crowdfunding, zeker over de ECSPR-wetgeving. Door in gesprek te gaan met enkele betrokken stakeholders kan er toch redelijk specifieke input ten behoeve van het onderzoek worden vergaard. Het doel is hierbij om de uitkomst van het onderzoek te challengen of juist meer body te geven door de huidige toepassing te reflecteren, na te gaan of er een behoefte is aan een uniforme vastgoedkredietbeoordeling, hoe deze er eventueel uit moet zien en of dit ook realistisch is.

Concreet zijn er zes Nederlandse aanbieders die voldoen aan de vereiste van de scope van het onderzoek. Deze hebben uiteenlopende portefeuilles van 50+, 100+, 500+ en 1500+ miljoen. Een grotere interessante specifiek op vastgoed gerichte aanbieder CrowdRealEstate wordt buiten beschouwing gelaten gezien zij nog niet over een ECSPR-vergunning beschikt en geen inzicht geeft in de toepassing en onderbouwing van de risicoclassificaties en kredietscores.

4.5.1 Website, document en data-analyse

De zes Nederlandse aanbieders die passen binnen deze kaders en zijn geanalyseerd zijn:

1. Kapitaal Op Maat
2. Samen In Geld
3. NL Investeert
4. Geld Voor Elkaar
5. Collin Crowdfund
6. Mogelijk

Bij het analyseren van de 6 aanbieders wordt er naar de volgende elementen gekeken:

- i. Welke elementen bepalen toewijzing aan een risicoclassificatie en hoe wordt dit berekend?
- ii. Welke concrete ratings en scores die hieruit volgen worden er gehanteerd?
- iii. Welke voorwaarden worden hieraan gekoppeld?
- iv. (Hoe) Voldoet aanbieder aan berekenmethode- en publicatievereiste uit de ECSPR?

4.5.2 Fictieve casussen

Om te kijken hoe de concrete kredietbeoordeling van aanbieders met elkaar verschillen is er gebruik gemaakt van twee fictieve financieringsaanvragen. Deze zijn voor zover mogelijk getoetst conform de methode van de aanbieder waarbij de propositie wordt toebedeeld (of afgewezen) aan een kredietscore. Hieruit blijkt in grote lijnen ook de financiële verplichtingen. De exacte rente binnen de bandbreedte wordt uiteindelijk vastgesteld in overeenstemming met aanbieder en Mkb'er, de kredietscore zelf staat wel vast.

Casus A: Vastgoedbeheer A-Holding B.V. op zoek naar een financiering:

- Behoefte: 1.200.000 euro
- Doel: herfinanciering van aflopende lening
- Looptijd: 36 maanden looptijd
- Taxatiewaarde 2.000.000 euro
- Object: verhuurd bedrijfspand met inkomsten van 130.000 euro per jaar
- Zekerheden: 1^e hypotheekrecht met inschrijving van 1.200.000 euro
- Mkb'er:
 - o (Zeer-) ervaren met uitgebreid trackrecord
 - o Portefeuille totaal is 16 miljoen met 8 miljoen schulden en 8 miljoen EV
 - o Totale huurinkomsten portefeuille 1,3 miljoen, totale kosten 300k

Casus B: B-Vastgoed B.V. op zoek naar een financiering:

- Behoefte: 200.000 euro
- Doel: Aankoop éérste beleggingspand (appartement)
- Looptijd: 60 maanden looptijd
- Taxatiewaarde 275.000 euro
- Object: verhuurd voor 1150 euro per maand / 150 kosten per maand
- Zekerheden: 1^e hypotheekrecht met inschrijving van 200.000 euro
- Mkb'er:
 - o Geen trackrecord, startende vastgoed ondernemer
 - o Mogelijke privé borgstelling (Inkomsten uit loondienst 4000 per maand)

4.5.3 Interviews

Het doel van de interviews is om de uitkomsten van het onderzoek te bevestigen of ontkrachten om zo meer input te verzamelen over de behoefte aan, en haalbaarheid van een uniforme kredietbeoordeling voor vastgoed bij crowdfunding. De interviews zijn semigestructureerd en de geïnterviewde betreffen personen die vanuit verschillende invalshoeken en disciplines betrokken zijn geweest bij crowdfunding. Contact met respondenten verliep telefonisch, via de mail of middels een Teams overleg waarbij vooraf een Word document is verstuurd met een introductie, een vragenlijst en een bijlage met een overzicht van risicoclassificaties en kredietscores per aanbieder.

Aan de hand van het theoretische kader, het institutionele kader en de uitkomsten van de data-analyse zijn er zeven vragen geformuleerd. De eerste twee vragen zijn algemeen en zien toe op het theoretische kader (vraag 1) en het institutionele kader (vraag 2). De overige vragen zien specifiek toe op kredietbeoordeling en mogelijke adviezen. Waar mogelijk zijn vragen in zekere mate gekwantificeerd door naar een aantal meest belangrijke elementen te vragen.

Tabel 3: Interview vragen

#	Vraag
1	Wat is volgens u de grootste meerwaarde van crowdfunding voor Mkb'ers en beleggers?
2	Wat zijn volgens u de drie belangrijkste elementen die volgen uit de nieuwe ECSPR wet- en regelgeving?
3	Wat vindt u van de verschillende methoden voor kredietbeoordeling per aanbieder, zowel qua inrichting en berekening van risicoclassificaties als het gebruik van uiteenlopende kredietscores?
4	Het overgrote deel van crowdfunding ziet toe op vastgoed, ziet u een meerwaarde in een uniforme kredietbeoordeling voor vastgoedproposities bij crowdfunding?
5	Moet een vastgoed-kredietbeoordeling volgens u gericht zijn op het specifieke object, op de hele portefeuille van de Mkb'er of een combinatie? En wat zijn volgens u de drie belangrijkste elementen bij deze kredietbeoordeling?
6	Wat zijn volgens u de drie grootste uitdagingen en valkuilen bij kredietbeoordeling en prijsbepaling van vastgoedproposities?
7	Welke aanbevelingen heeft u voor de Europese overheidsorganisaties ESMA en EBA? En welke aanbevelingen heeft u eventueel voor de aanbieders en beleggers?

5. Uitkomsten onderzoek

5.1.1 Data-analyse

Tabel 4:Huidige toepassing van kredietbeoordeling per aanbieder

#	Aanbieder	Portefeuille in mln.	Beoordeling berekening en onderbouwing	Risico-classificatie	Krediet-score	Voorwaarden (bruto rente)
1	Kapitaal Op Maat	68	Businessplan, jaarcijfers, prognose cashflow en track record Mkb'er. (Geen concrete berekenmethode gepubliceerd.)	1. zeer laag 2. laag 3. gemiddeld 4. boven gem. 5. hoog 6. zeer hoog	AA A BB B CC C	5,0% (vanaf) 6,0% 7,0% 8,0% 9,0% 10,0%
2	Samen In Geld	110	Enkel LTV. Toepassing schijfsysteem: ledere schijf een aparte hypotheek.	0% - 50% LTV 50% - 70% LTV 70% - 85% LTV 85% - 90% LTV	Schijf 1A Schijf 1B Schijf 2 Schijf 3	6,30% - 7,05% 7,50% - 8,05% 8,05% - 8,45% 8,30% - 8,70%
3	NL Investeert	470	Gewogen gemiddelde van: rentabiliteit, debt/EBITDA, solvabiliteit, liquiditeit + trackrecord Mkb'er	minimaal laag gemiddeld boven gem. aanzienlijk	* ** *** **** *****	5,0% - 6,0% 7,0% - 8,0% 9,0% - 10,0% 11,0% - 12,0% afwijzing
4	Geld Voor Elkaar	518	betaling <30% capaciteit betaling <50% capaciteit betaling <70% capaciteit betaling <85% capaciteit betaling >85% capaciteit startende ondernemer	defensief behoedzaam offensief speculatief zeer speculatief speculatief	1 2 3 4 5 5(S)	2,0% - 4,0% 2,25% - 4,5% 2,5% - 5,0% 2,75% - 5,5% 2,75% - 6,0% 2,75% - 7,5% (+ Rf 3,46%)
5	Collin Crowdfund	628	Gewogen gemiddelde van: afloscapaciteit, solvabiliteit Mkb'er en zekerheden.	zeer goed goed ruim voldoende voldoende matig	100-90 89-65 64-45 44-20 19-0	6,0% - 7,5% 7,0% - 8,5% 7,5% - 9,5% 8,0% - 12,0% afwijzing
6	Mogelijk	1500	Enkel LTV	0% - 60% LTV 61% - 75% LTV 76 - 100% LTV	Laag Midden Hoog	6,26% 6,77% 7,40%

Het onderzoek toont duidelijk aan dat het ontbreken van concrete handvaten voor een uniforme risicoclassificatie en kredietscore in de praktijk leidt tot enorm uiteenlopende analyses en berekeningen. De informatie publicatie die volgt uit de ECSPR dient juist voor een uniforme en transparante markt te zorgen waarbij beleggers aanbiedingen en aanbieders op een eerlijke en duidelijke manier kunnen vergelijken. Bij de huidige toepassing van kredietbeoordeling is dit duidelijk niet het geval.

Direct doorslaggevend is het feit dat de zes aanbieders allemaal een andere kredietscore hanteren en communiceren naar beleggers. Ook worden de risico categorieën anders ingericht en onderbouwd. Hetzelfde geldt voor de verdeling van het aantal categorieën dat varieert van 3, 4, 5 tot 6 categorieën. Zo zien we kredietscores van laag naar hoog risico:

Tabel 5: Concrete kredietscores

#	Gebruikte kredietscores per aanbieder
1.	AA, A, BB, B, CC en C
2.	1A, 1B, 2 en 3
3.	*, **, ***, **** en *****
4.	1, 2, 3, 4, 5 en 5(S)
5.	100-90, 89-65, 65-45, 44-20 en 19-0
6.	Laag, midden en hoog

Los van het feit dat deze scores niet met elkaar overeenkomen en concreet dus niet te vergelijken zijn zou de interpretatie van de verschillende scores en classificaties ook voor problemen kunnen zorgen. Zo wordt een zeer defensieve belegging bij Collin Crowdfund aan de categorie “zeer goed” toegewezen, terwijl dit bij Kapitaal Op Maat “zeer laag” wordt genoemd. Een meer risicovolle belegging kan bij verschillende aanbieders worden gekwalificeerd als C, Hoog, maar ook als ***** , oftewel vijf van de vijf sterren, wat mogelijk als positief kan worden ervaren. De doelstelling van ESMA om beleggers duidelijker te informeren over de risico’s en kredietscores lijkt zo een averechts effect te hebben.

Ook de manier waarop de berekeningen tot stand komen verschilt enorm. Zo gebruikten NL Investeert en Collin Crowdfund de meeste elementen die de EBA RTS verplicht opstelt om tot een risicoclassificatie te komen, terwijl Mogelijk en Samen In Geld hiervoor enkel gebruik maken van het LTV-percentage. Samen In Geld voegt hier overigens wel een looptijd component aan toe, Mogelijk lijkt dit op basis van gepubliceerde informatie niet te doen. Geld Voor Elkaar gebruikt de aflossingscapaciteit voor de risicoclassificaties en voegt hier uiteindelijk een LTV-component aan toe. Bij Kapitaal Op Maat blijkt niet uit gepubliceerde informatie hoe de concrete berekening tot stand komt al lijkt de toelichting wel toe te zien op de meeste verplichte elementen. De financiële voorwaarden die volgen na de toewijzing aan een risicocategorie en het berekenen van een kredietscore variëren ook per aanbieder. Zo zien we maximum rentevergoedingen van 8,70% bij Samen In Geld oplopen tot 12% bij NL Investeert en Collin Crowdfund. Het minimum ligt bij alle aanbieders vrijwel gelijk rond de 5% - 6%. De manier waarop beleggers geïnformeerd worden over de kredietbeoordeling blijkt ook enorm te verschillen per aanbieder en op basis van de openbare informatie kan enkel geconcludeerd worden dat Geld Voor Elkaar en NL Investeert een “risicovrije/risk-free” rente hanteren bij de kredietbeoordeling.

Los van het feit of aanbieders wel of niet voldoen aan de wettelijke vereisten van de kredietbeoordeling speelt in dit onderzoek vooral de vraag of het terecht is dat aanbieders een vastgoedpropositie moeten kwalificeren op basis van een volledige bedrijfsanalyse. De kasstromen en de zekerheden volgen vrijwel altijd direct uit het specifieke object waardoor de toepassing van Samen In Geld en Mogelijk, enkel gebruik van het LTV-percentage, in zekere mate verdedigbaar wordt.

5.1.2 Fictieve casus

Tabel 6: Casus A

A. Kredietbeoordeling A-Holding B.V.				
#	Aanbieder	Risicobeoordeling en classificatie	Score	Rente
1	Kapitaal Op Maat	Geen openbare bereken methode gepubliceerd	-	-
2	Samen In Geld	Aanbieding schijf 1A van 1000k Aanbieding schijf 1B van 200k	Schijf 1A Schijf 1B	6,55% 7,75%
3	NL Investeert	Rentabiliteit: 77% = minimaal (20) totalDebt/EBITDA: 8 = aanzienlijk risico (0) Solvabiliteit: 50% = minimaal (15) Liquiditeit (current-ratio): 4,3 = minimaal (35) Counter party risk: 2 = laag risico (8) = totaal 78 punten	**	7,00% - 8,00%
4	Geld Voor Elkaar	Betalingscapaciteit: 23% = classificatie 1 Renteopslag obv LTV en classificatie matrix = 2,00% - 3,00% + vrije (basis-) rente 2023 = 3,46%	1	5,46% - 6,46%
5	Collin Crowdfund	Aflossing: 77% = zeer goed (40) Solvabiliteit: 50% = zeer goed (20) Zekerheden: 100% = goed (30) = totaal 90 punten = zeer goed	90	6,00% - 7,50%
6	Mogelijk	LTV: 60% = laag	Laag	6,26%

Tabel 7: Casus B

B. Kredietbeoordeling B-Vastgoed B.V.				
#	Aanbieder	Risicobeoordeling en classificatie	Score	Rente
1	Kapitaal Op Maat	Geen openbare bereken methode gepubliceerd	-	-
2	Samen In Geld	Aanbieding schijf 1A van 125k Aanbieding schijf 1B van 75k	Schijf 1A Schijf 1B	7,05% 8,05%
3	NL Investeert	Rentabiliteit: 23% = gemiddeld (10) totalDebt/EBITDA: 16 = aanzienlijk (0) Solvabiliteit: 27,27% = gemiddeld (15) Liquiditeit (current-ratio): 1,38 = aanzienlijk (0) <u>Counter party risk: Indien middel (6) – indien bovengem (0)</u>	**** *****	11,00% -12,00% Afwijzing <u>net wel of net geen afwijzing</u>
4	Geld Voor Elkaar	Betalingscapaciteit: 72% = speculatief 4 Renteopslag obv LTV en classificatie matrix = 3,50% - 6,00% + vrije (basis-) rente 2023 = 3,46% Echter, startende Mkb'er dus altijd 5s (rente blijft gelijk)	4 5s	6,96% - 8,46% 6,96% - 8,46%
5	Collin Crowdfund	Aflossing: 23% = ruim voldoende (20) Solvabiliteit: 27,27% = voldoende (5) Zekerheden: 100% = goed (30) = totaal 55 = voldoende	55	8,00% - 12,00%
6	Mogelijk	LTV: 72% = midden	Midden	6,77%

Door twee fictieve proposities op te stellen hebben we eenzelfde aanbieding inhoudelijk kunnen toetsen volgens de berekening van de zes aanbieders. Hieruit blijken mogelijk passende voorwaarden vanaf 5,46% tot 8,00% rente bij casus A, en 6,77% tot 12% rente of zelfs een afwijzing bij casus B. Zo kan een bij casus B mogelijk een (privé-) borgstelling zorgen dat een financiering nét wel of niet kredietwaardig is. Ook wordt eenzelfde aanbieding enerzijds geclassificeerd met kredietscores 1A/1B en *middel*, en anderzijds als speculatief of zelfs een afwijzing. Daarbij komt ook dat rendementen kunnen verschillen per aanbieder.

5.1.3 Interviews

De interviews toonden aan dat geïnterviewden het eens zijn met de stelling dat het huidige kader voor toepassing van kredietscores niet toereikend is aan het beoogde doel van ECSPR wet- en regelgeving. Vrijwel alle geïnterviewden stelden dat uniformiteit het belangrijkste element van de ECSPR is en dat is precies wat er ontbreekt bij de huidige invulling van kredietscores.

De behoefte aan een uniforme kredietbeoordeling ten behoeve van beleggers deelde ook alle personen. Echter, over de concrete invulling hiervan waren meningen verdeeld. Waarbij enkele geïnterviewden stellig vasthielden aan de performance van de hele portefeuille en performance van de Mkb'er deden andere dit juist bij het LTV-percentage van de specifieke aanbieding. Voor beide zienswijze zijn voor- en tegenargumenten te bedenken en hiermee werd snel duidelijk dat het lastig wordt om slechts één juiste wijze vast te stellen voor de hele crowdfunding sector, ondanks dat het dit in zekere zin wel wenselijk is.

De adviezen zagen vooral toe op meer guidance en sturing vanuit ESMA en EBA en het onderwerp meenemen in de evaluatie van de ECSPR. Beleggers moeten zelf voldoende due diligence doen en zich niet blindstaren op kredietscores maar ook kijken hoe de score tot stand is gekomen. Daarnaast moeten beleggers er altijd rekening mee houden dat crowdfunding met risico's gepaard gaat en er realistisch gezien uiteindelijk altijd een project in verzuim raakt.

5.2 Analyse uitkomsten

5.2.1 Data-analyse

Het onderzoek toonde aan dat beleggers door het ontbreken van specifieke kaders voor de kredietbeoordeling bij crowdfunding niet altijd volledig, correct en uniform worden geïnformeerd. Het uiteenlopende gebruik van classificaties en scores leidt tot het feit dat beleggers aanbiedingen en verschillende aanbieders qua performance niet kunnen vergelijken. Hierdoor wordt ook de toepasbaarheid van verzuimgraden per risico categorie enorm beperkt. Een juiste en eerlijke performance analyse wordt op deze manier voor particuliere beleggers in beginsel onmogelijk gemaakt.

De gebruikte termen voor de concrete kredietscores zijn vaak niet onderling meetbaar en de wijze waarop de berekening wordt gedaan niet altijd toereikend. Slechts twee aanbieders lijken op een volwaardige manier gebruik maken van de elementen die verplicht worden gesteld in de EBA RTS (29.04.2022). Zo kijken twee aanbieders enkel naar het LTV-percentage van het specifieke object en stellen slechts twee aanbieders een risico vrije rente te hanteren gedurende de kredietbeoordeling en prijsvaststelling.

Dit heeft tot gevolg dat eenzelfde risicoprofiel kan worden geclassificeerd als A, 1B, **, 2, 75 en laag. Ook kan een enkele propositie bij verschillende aanbieders hoger of lager geclassificeerd worden, of zelfs worden afgewezen doordat toewijzing gebeurt op basis van andere elementen. De berekenmethode wordt door de meeste aanbieders wel gedeeld maar een concrete toewijzing van rente binnen een bepaalde bandbreedte blijkt hier niet direct uit.

Deze uitkomsten sluiten aan bij eerder onderzoek van de AFM in 2017 naar de informatiepublicatie van crowdfunding aanbieders. Zolang er geen concrete kaders geschetst worden zullen er altijd implementatie en interpretatie vraagstukken spelen bij de toepassing

van informatieverstrekking, in dit geval concreet de kredietbeoordeling van aanbiedingen. Op korte termijn benadeelt dit beleggers die geen uniform correcte en transparante kredietbeoordeling genieten, op lange termijn zou dit ook schadelijk kunnen zijn voor de reputatie van een aanbieder en/of Mkb'er wanneer kredietscores constructief ontoereikend blijken te zijn. Ook kan een individuele propositie op een meer flexibele manier worden beoordeeld zodat schuiven en beweging tussen verschillende risicoclassificaties mogelijk wordt. Op deze manier zou de verzuimgraad van een specifieke risicocategorie onnatuurlijk laag of hoog kunnen worden gehouden.

5.2.2 Fictieve casus

Het meest opvallende is dat Casus B bij de ene aanbieder moeiteloos kredietwaardig wordt geacht terwijl deze financieringsaanvraag bij andere aanbieders mogelijk wordt afgewezen. De uiteindelijke kredietscores lijken per casus ook te verschillen qua risicoprofiel. Hierdoor wordt de uitkomst van het onderzoek wederom bevestigd. Door de huidige toepassing van kredietscores zijn aanbiedingen voor beleggers niet op een eerlijke manier te vergelijken doordat proposities op verschillende manieren worden beoordeeld.

Naast de kredietwaardigheid kan ook de te betalen rente enorm verschillen per aanbieder. Op deze manier lijkt het voor Mkb'ers zeer waardevol om onderzoek te doen bij meerdere aanbieders gezien de verschillende wijze van kredietbeoordeling en gekoppelde renteverplichtingen. Andersom zou men ook kunnen stellen dat beleggers meer bruto rendement kunnen verwachten bij bepaalde aanbieders. Uiteraard moet er rekening worden gehouden met het feit dat het om een bruto rendement gaat en dat de kosten en mogelijk verzuim niet zijn mee gerekend.

5.2.3 Interviews

De interviews bevestigde wederom de uitkomst van het onderzoek waaruit blijkt dat de huidige toepassing van kredietbeoordeling bij crowdfunding voor beleggers ontoereikend is en dat er meer aandacht aan dit onderwerp moet worden besteed. Ook gaven de interviews nieuwe inzichten in verschillen tussen een vastgoedfinanciering en algemeen bedrijfskrediet.

De rode draad in het verhaal was dat de kredietbeoordeling van een bedrijf heel iets anders is dan de kredietbeoordeling van een enkele vastgoed propositie maar dat beide uiteindelijk van belang zijn. Op zich is daarmee ook logisch te verklaren dat aanbieders die uitsluitend vastgoed financieren enkel naar specifieke propositie informatie kijken als het LTV-percentage bij een kredietbeoordeling. Wanneer er ook bedrijfskrediet wordt aangeboden is het dus vanzelfsprekend dat een aanbieder een veel uitgebreidere kredietwaardigheidscheck doet. Dit gebeurt echter vervolgens ook bij de beoordeling van een specifieke vastgoedproposities als een relatief simpele herfinanciering.

Welke manier de “juiste” is blijf voor nu onbeantwoord. De conclusie is in ieder geval dat het anders moet dan op de huidige manier. De onderwerpen moeten worden meegenomen in de ECSPR-review en het zou wenselijk zijn als ESMA en de EBA, eventueel aan de hand van deze review, de markt hierover duidelijker informeren. Deze review vindt in 2024 plaats. Ook zou op nationaal en/of internationaal niveau met brancheverenigingen en markspelers overlegd kunnen worden om zo de toepassing van kredietscores meer aan te laten sluiten bij de uniformiteit waarvoor de wet- en regelgeving bedoeld is. Mogelijk met de introductie van een uniforme beoordeling naast de specifieke “eigen” beoordeling waar aanbieders nu al gebruik van maken.

6 Eindconclusie

1. Gezien de groeiende behoefte aan alternatieve kredietverstrekking lijkt het platform businessmodel ook in de financiële sector voor disruptieve veranderingen te (gaan) zorgen. Net zoals Uber het grootste taxibedrijf ter wereld is zonder eigen auto's en AirBnB de grootste verhuurder zonder eigen vastgoed, lijken crowdfundingplatformen, aanbieders, in het verlengde hiervan onderweg te zijn om de grootste kredietverstrekkers zonder eigen geld te worden.
2. De crowdfundingmarkt is zonder overheidsingrijpen in ruim 10 jaar tijd organisch tot een volwassen markt gegroeid. De werking van deze Invisible Hand van Adam Smith is echter tot een einde gekomen door overheidsingrijpen op Europees niveau. De introductie van de ECSPR heeft dan ook duidelijk een marktconsolidatie tot gevolg gehad. Tegelijkertijd opent dit een Europees speelveld, worden de marktspelers professioneler en biedt dit wettelijke kaders ten behoeve van beleggersbescherming en toezicht. Volgens Keynes en zijn General Theory is het uiteindelijk dan ook aan de overheid om deze rol van "evenwichtscoördinator" te vervullen. Tegelijk erkennen andere niet-evenwichtsmodellen zoals de theorie van Wolfe tekortkomingen bij overheidsingrijpen doordat er dan geen sprake meer is van een rationeel prijssysteem.
3. Crowdfunding is uitermate goed bruikbaar als financieringsinstrument voor vastgoed. Dit komt doordat het profiel van crowdfunding veel meer flexibiliteit en maatwerkfinancieringen biedt dan traditionele kredietverstrekkers kunnen en willen bieden. Ook onderpand, kennis en netwerkvereiste zijn beperkt nodig terwijl er een hoog LTV-percentage kan worden gefinancierd. Crowdfunding financieringen zijn maximaal 5 miljoen en juist kredietverstrekking tot maximaal 1-2 miljoen is de bandbreedte waar de slaagkans en haalbaarheid aanzienlijk groter is dan een financiering aanvraag bij de bank of private belegger, ook is de doorlooptijd aanzienlijk korter. Gezien de huidige ontwikkelingen zal de behoefte aan crowdfunding en alternatieve kredietverstrekking voorlopig alleen toenemen.
4. Beleggers genieten een nieuwe laagdrempelige manier om te beleggen in een breed aanbod aan Europees vastgoed. Kennis en vooral kapitaal is slechts beperkt nodig om te kunnen beleggen via crowdfunding en de performance wordt minder beïnvloed door marktvolatiliteit dan bij (beursgenoteerde-) effecten of fondsen. Aanbiedingen verschillen enorm in structuur, zijn vaak vrij tastbaar en hebben mogelijk ook sociaal of maatschappelijke impact. Dit biedt de mogelijkheid tot makkelijke spreiding van de portefeuille en het zoeken naar specifieke beleggingen die echt passend zijn. Het is hierbij cruciaal dat beleggers zelf op een juiste en uniforme manier due diligence en onderzoek kunnen doen. Beleggers kunnen hiervoor gebruik maken van informatie die beschikbaar wordt gesteld op de website van de aanbieder.

5. Het uiteindelijke doel van de ECSPR is een uniform en transparant Europees speelveld waarbij beleggersbescherming vooraan staat. Door de introductie van de verordening moeten crowdfunding aanbieders over een ECSPR-vergunning beschikken die zware eisen stelt aan de beleidsbepalers en bedrijfsvoering van de organisatie. Naast de waarborgen op portefeuilleniveau zijn er op projectniveau concreet drie nieuwe informatievoorzieningen voor beleggers van belang: Het EBI-formulier, de kredietscores en de verzuimgraad. Het gebruik van het EBI-formulier en het berekenen van de verzuimgraad gebeurt op een uniforme wijze door specifieke gestelde kaders en verplichtingen. Bij de toepassing van risicoclassificatie en kredietbeoordeling laat de wetgeving echter ruimte voor interpretatie en implementatie vraagstukken.
6. Het hierop gedane dataonderzoek toont aan dat het ontbreken van concrete kaders voor een uniforme kredietbeoordeling in de ECSPR leidt tot enorm uiteenlopende toepassingen van risicoclassificaties en kredietscores waar beleggers niet gebaat bij zijn. Het doel van de Europese wetgeving is uniformiteit en een geharmoniseerde markt waar particuliere beleggers gebruik kunnen maken van een correcte, uniforme en transparante kredietbeoordeling om zo aanbiedingen en aanbieders op een juiste en eerlijke manier met elkaar te kunnen vergelijken. Door de huidige toepassing van kredietbeoordeling bij crowdfunding wordt dit beperkt of zelfs onmogelijk gemaakt. Daarnaast lijken in beginsel ook meerdere kredietbeoordelingen wettelijk gezien ontoereikend door het ontbreken van elementen die door ESMA en EBA verplicht zijn. De vraag is dan ook of dit terecht is wanneer het gaat om een specifieke vastgoedpropositie en niet een “algemene” aanvraag voor bedrijfskrediet.
7. De interviews bevestigden dat de huidige toepassing van kredietscores onder het ECSPR-regime ontoereikend is voor beleggers en dat er meer uniformiteit moet komen. Tegelijkertijd lijkt het ook onrealistisch om één enkel juist kader voor kredietbeoordeling vast te stellen gezien de brede toepassing van crowdfunding. ESMA zou de huidige toepassing hiervan moeten meenemen in de review van de ECSPR, en mogelijk op basis hiervan, de markt beter informeren en instrueren. Mogelijk dat de beoordeling van een Mkb’er en diens individuele vastgoedpropositie kan worden gescheiden. Ook zou er met marktspelers, brancheverenigingen en andere stakeholders gekeken kunnen worden naar een meer uniforme werkwijze waar beleggers meer bij zijn gebaat.
8. Het lijkt erop dat het overheidsingrijpen met de introductie van de ECSPR in zekere zin voor een marktverstoring heeft gezorgd waarbij de effectiviteit van de regelgeving in de praktijk op bepaalde punten niet toereikend is. Opvallend genoeg is het wat betreft kredietbeoordeling nu juist de taak aan de overheid om nóg meer in te grijpen om wel een uniforme en efficiënte markt te bereiken. Dit onderzoek beperkt zich tot zes Nederlandse aanbieders maar met honderden Europese aanbieders die ook diensten

in Nederland mogen aanbieden zal de toepassing van kredietscores voor beleggers alleen maar ingewikkelder en chaotischer worden.

9. Uiteindelijk gaat het erom dat beleggers aanbiedingen op een eenzelfde uniforme wijze kunnen vergelijken. Wellicht moet men in dit geval accepteren dat een beoordeling nooit helemaal volledig of toereikend is als dit er wel voor zorgt dat er op Europees of landelijk niveau een uniform beoordelingskader voor crowdfunding komt. Het grootste gedeelte van crowdfunding betreft vastgoedfinancieringen maar hier is op zowel Nationaal als Europees niveau geen specifieke wetgeving voor. Gezien de huidige toepassing van kredietscores en het overschot aan vastgoedbeleggingen lijkt het wenselijk dat dit alsnog gaat gebeuren. Wellicht zou men kunnen kijken naar een specifiek kader voor vastgoed kredietbeoordeling naast de algemene kredietbeoordeling waar aanbieders nu al gebruik van maken. Gezien de brede toepasbaarheid van crowdfunding en het nieuwe Europese speelveld lijkt het overigens vanuit beleggersperspectief ook wenselijk om kredietbeoordeling in zijn algemeenheid specifiekere toe te passen op een bepaald land, industrie, segment en/of niche. Of en wanneer dit op nationaal of internationaal niveau wordt gerealiseerd blijft voor nu nog onduidelijk.

7 Aanbevelingen

1. Als vervolgonderzoek zou het interessant zijn om een verdiepend onderzoek te doen naar een concrete uniforme kredietbeoordeling voor vastgoedproposities bij crowdfunding, eventueel náást een algemene kredietbeoordeling op bedrijfsniveau. Is dit haalbaar, welke informatie is hierbij cruciaal, en vooral, hoe krijgen beleggers een reëel beeld van verwachtingen waarbij zij aanbiedingen en aanbieders op een eerlijke en juiste manier kunnen vergelijken?
2. Verder zou het ook interessant zijn onderzoek te doen naar informatie die beschikbaar wordt gesteld in het EBI-formulier. In beginsel zijn de elementen in dit formulier objectief in te vullen en voor beleggers te lezen maar is dit in de praktijk ook echt zo? Gezien de privacywetgeving zou men hierover in contact moeten treden met aanbieders.

8 Reflectie

De groeiende crowdfunding markt lijkt met de introductie van de nieuwe ECSPR-wetgeving een stabiele en voorspoedige toekomst tegemoet te zien. Het onderzoek naar de transitie op de markt was dan ook een boeiend en interessant vraagstuk, zeker om dit vanuit beleggers perspectief te bekijken. Tegelijkertijd was er gezien de inwerkingtreding van de wetgeving in november 2023 slechts beperkte literatuur, data en kennis beschikbaar waardoor het onderzoek in zekere mate beperkt werd.

Gedurende het onderzoek is de scope steeds meer verplaatst naar het beleggersperspectief ten opzichte van dat van de Mkb'ers. Achteraf had het onderzoek hier mogelijk in een eerder stadium specifieker op afgestemd kunnen worden, zowel qua literatuur als economische theorieën en modellen. Als de termijn van het onderzoek het had toegelaten had er ook een uitvraag naar kredietbeoordeling bij aanbieders gedaan kunnen worden in plaats van enkel gebruik van openbaar gepubliceerde informatie. Zo hadden er wellicht meer aanbieders aan het dataonderzoek toegevoegd kunnen worden en had er meer inzicht in de concrete renteverplichtingen kunnen worden vergaard, evenals mogelijke aanvullende vragen in de overwegingen bij het doen van een kredietbeoordeling. Los van de termijn ben ik vanuit mijn werk bij de AFM betrokken geweest bij de vergunningaanvraag van enkele Nederlandse aanbieders waardoor ik heb gekozen om enkel gebruik te maken van openbaar gepubliceerde informatie en niet op persoonlijk niveau met aanbieders in gesprek te gaan. Op deze manier wil ik iedere vorm van (schijn van) belangenverstremeling of het overtreden van een geheimhoudingsplicht uitsluiten. In een vervolgonderzoek zou het dus zeker interessant zijn om wel direct in gesprek te gaan met aanbieders, ook om zo mogelijk een uitvraag te kunnen doen bij diens beleggers waarbij onderzoek specifiek kan worden afgestemd op de behoefte van de aanbieder.

De ECSPR-wetgeving is een uitgebreide Europese verordening inclusief aanvullende level 2 RTS'en en ESMA-opinies. Het was initieel dan ook lastig om een concreet onderwerp of item binnen dit nieuwe kader te kiezen, zeker omdat er geen specifieke wet- en regelgeving voor vastgoed is. Maar dit veranderde naarmate de scope richting de particuliere vastgoedbelegger bewoog. Toen dit duidelijker werd kon het onderzoek op informatieverstrekking en later specifiek kredietbeoordeling worden afgestemd waarbij dit element vrij concreet en specifiek op aanbieders niveau met elkaar vergeleken en geanalyseerd kon worden. Het gebrek aan uniformiteit werd snel duidelijk en bevestigd door de interviews. Helaas konden de interviews geen directe of concrete oplossing bieden. Wel zijn er adviezen en mogelijke vervolgstappen bij brancheverenigingen en de officiële ESMA ECSPR-Review besproken die later mogelijk nog impact kunnen hebben.

9 Bibliografie

9.1 Literatuur

- AFM. (2023). *Prospectusplicht* . Opgehaald van AFM.nl: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/effectenuitgevende-ondernemingen/prospectustoezicht/prospectusplicht>
- AFM. (sd). *Crowdfundingplatformen* . Opgehaald van AFM.nl: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/vergunningenregisters/crowdfundingplatformen>
- Autar, S. (2015). *Crowdfunding & de Stad*. TU Delft.
- Badrova, A., Nečiporuka, M., & Lublóny, Á. (2023). *Success factors of real estate crowdfunding projects: Evidence from Spain*. DOI.
- Badrova, A., Nečiporuka, M., & Lublóny, Á. (2023). *Success factors of real estate crowdfunding projects: Evidence from Spain* . DOI.
- Banken Vergelijking. (2021). *Welke banken hebben negatieve spaarrente?* . Opgehaald van Banken Vergelijking: <https://www.bankenvergelijking.nl/blog/welke-banken-hebben-negatieve-spaarrente/>
- Banken.nl. (2022). *Banken*. Opgehaald van Investeringsfonds ABN AMRO stapt in duurzame crowdfundingmarkt : <https://www.banken.nl/nieuws/23783/investeringsfonds-abn-amro-stapt-in-duurzame-crowdfundingmarkt>
- BBC. (2013). *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer* . Opgehaald van BBC.com: <https://www.bbc.com/news/magazine-21932675>
- BD. (2022). *Collin Crowdfund ruilde het tuinhuis in voor een flink kantoor: 'We halen binnen het uur één miljoen euro op'* . Opgehaald van BD.nl: <https://www.bd.nl/tilburg-e-o/collin-crowdfund-ruilde-het-tuinhuis-in-voor-een-flink-kantoor-we-halen-binnen-het-uur-een-miljoen-euro-op~a1940c81/?referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>
- Boer, M. d. (2023). *Bancaire onrust maakt geld lenen lastiger en vooral duurder*. Opgehaald van FD.nl: <https://fd.nl/financieele-markten/1471723/bancaire-onrust-maakt-geld-lenen-lastiger-en-vooral-duurder-lad3caN2T4Zt>
- Collin Crowdfund. (2023). *Opbouw Collin credit score*. Opgehaald van Collin Crowdfund: <https://www.collincrowdfund.nl/kredietbeoordeling-van-een-financieringsaanvraag/>
- Conijn, F. (2023). *Mkb'er leent vaker buiten de bank om*. Opgehaald van FD.nl: <https://fd.nl/bedrijfsleven/1473420/mkb-er-leent-vaker-buiten-de-bank-om>
- Crowdfunding Cijfers. (2023). *Crowdfunding in Nederland 2022* . Opgehaald van Crowdfunding Cijfers: <https://www.crowdfundingcijfers.nl/crowdfunding-in-nederland-2022/>
- Crowdfunding Cijfers. (2023). *Crowdfunding platforms* . Opgehaald van Crowdfunding cijfers: <https://www.crowdfundingcijfers.nl/crowdfunding-platforms/>
- Deloitte. (2023). *Platform Business Model explained...in under 100 words* . Opgehaald van Deloitte.com: <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/innovation/articles/platform-business-model-explained.html>
- DNB. (2021). *Nieuwe Europese regels voor crowdfundingdienstverleners* . Opgehaald van DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws-voor-de-sector/oud/nieuwe-europese-regels-voor-crowdfundingdienstverleners/#:~:text=Op%2010%20november%202021%20treedt,die%20een%20online%20platform%20opereren.>
- Doornekamp, J. (2019). *Waarom ministerie van Financiën nog geen crowdfundingwet wil* . Opgehaald van Participaties:

- <https://www.participaties.nl/Column/483218/crowdfunding/Waarom-ministerie-van-Financien-nog-geen-crowdfundingwet-wil.aspx>
- EBA. (2022). *Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503* . EBA.
- EBA. (2022). *Final Report Draft Regulatory Technical Standards on credit scoring and pricing disclosure, credit risk assessment and risk management requirements for crowdfunding service providers under Article 19(7) Regulation (EU) 2020/1503* .
- ESMA. (2020). *REGULATION (EU) 2020/1503 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU) 2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937* .
- ESMA. (2022). *Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on the possibility to extend the transitional period pursuant to Article 48(3) of Regulation (EU) 2020/1503* . ESMA.
- ESMA. (2023). *The European Securities and Markets Authority (ESMA), the EU's securities markets regulator, has today updated its Questions and Answers on the following topics*.
- ESMA. (sd). *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation* . 2021: ESMA.
- Fatpos Global. (sd). *Global Real Estate Crowdfunding Market Outlook 2021: Market is Expected to Grow at a USD 1362.21 billion to 2030* . Opgehaald van Ein News: https://www.einnews.com/pr_news/560815117/global-real-estate-crowdfunding-market-outlook-2021-market-is-expected-to-grow-at-a-usd-1362-21-billion-to-2030
- FD. (2023). *MKB-sector komt met plan voor betere financiering* . Opgehaald van FD.nl: <https://fd.nl/bedrijfsleven/1496782/mkb-sector-komt-met-plan-voor-betere-financiering>
- FD. (2024). *Fors meer kleine bedrijven staken zoektocht naar geld* . Opgehaald van FD.nl: <https://fd.nl/bedrijfsleven/1504306/fors-meer-kleine-bedrijven-staken-zoektocht-naar-geld>
- Garcia, R. M. (2019). *A legal approach to real estate crowdfunding platforms* . Teruel University of Barcelona .
- Geld Voor Elkaar. (2023). *De risicoclassificatie*. Opgehaald van Geld Voor Elkaar: <https://www.geldvoorelkaar.nl/onze-werkwijze/>
- Geldvoorelkaar. (2023). *Statistiek*. Opgehaald van Geldvoorelkaar.nl: <https://www.geldvoorelkaar.nl/over-ons/statistiekpagina/>
- Hutchinson. (2017). *o Het juridische kader van crowdfunding en de bescherming van de geldgevers*. UVA.
- Kapitaal Op Maat. (2023). *Facts en Figures*. Opgehaald van Kapitaal Op Maat: <https://www.kapitaalopmaat.nl/Actueel/Facts-en-Figures>
- Marquard, A., & Post, W. v. (2012). *Inleiding Marktanalyse*. ASRE.
- Mogelijk. (2023). *Risicoclassificatie*. Opgehaald van Mogelijk: <https://www.mogelijk.nl/leningportefeuille/>
- NLIinvesteert. (2023). *Veelgestelde vragen door investeerders*. Opgehaald van NLIinvesteert: <https://www.nlinvesteert.nl/investeerders/veelgestelde-vragen>
- Nos. (2022). *Europese Centrale Bank gaat voor het eerst in 11 jaar de rente verhogen* . Opgehaald van Nos.nl: <https://nos.nl/artikel/2432044-europese-centrale-bank-gaat-voor-het-eerst-in-11-jaar-de-rente-verhogen>

- Overheid. (2024). *Wet op het financieel toezicht (Wft)*. Opgehaald van Overheid.nl: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2024-04-01>
- Peet, V. d. (2014). *Crowdfunding voor vastgoed, een hype of een nieuw financieringsinstrument?* TU Delft.
- Smit, R. (2024). *Mkb'er neemt toevlucht tot duurdere lening in alternatieve circuit*. Opgehaald van FD.nl: <https://fd.nl/bedrijfsleven/1514289/mkber-neemt-toevlucht-tot-duurdere-lening-in-alternatieve-circuit#:~:text=Het%20kost%20mkb%20bedrijven%20meer,ze%20meer%20krediet%20nodig%20hadden.>
- Stichting MKB Financiering. (2022). *Verdubbeling crowdfunding & direct-lending in 2021*. Opgehaald van Stichting MKB Financiering: <https://www.stichtingmkbfinanciering.nl/verdubbeling-crowdfunding-en-direct-lending-in-2021/>
- Tauscher, K., & Laudien, S. M. (2018). *Understanding platform business models: A mixed methods study of marketplaces*. DOI.
- Tang, L., Baker, R., & An, L. (2020). *The success of crowdfunding projects: technology, globalization, and geographic distance*. DOI.
- Vastgoed Journaal. (2022). *Mogelijk passeert mijlpaal van €1 miljard aan verstrekte vastgoedfinancieringen*. Opgehaald van Vastgoed Journaal: <https://vastgoedjournaal.nl/news/57289/mogelijk-passeert-mijlpaal-van-euro-1-miljard-aan-verstrekke-vastgoedfinancieringen>
- Wendorf, M. (2023). *REITs Vs. Real Estate Crowdfunding: What You Need To Know*. Opgehaald van Forbes.com: <https://www.forbes.com/sites/investor-hub/article/reits-vs-real-estate-crowdfunding-what-you-need-to-know/>

9.2 Figuren en tabellen

Figuur 1: The Unifished Pedestral in The New York World '1985.....	1
Tabel 1: De verschillende eigenschappen per vastgoed financieringsmethoden	11
Figuur 2: Stapsgewijs proces van crowdfunding.....	13
Tabel 2: De verschillende eigenschappen van indirecte vastgoedbeleggingen.....	13
Tabel 3: Interview vragen.....	33
Tabel 4: Huidige toepassing van kredietbeoordeling per aanbieder.....	34
Tabel 5: Concrete kredietscores.....	35
Tabel 6: Voorbeeld Casus A.....	36
Tabel 7: Voorbeeld Casus B.....	37

