



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Asymmetrische informatie in de Belgische crowdfundingmarkt: Case study

Mathijs Gerits

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Asymmetrische informatie in de Belgische crowdfundingmarkt: Case study

Mathijs Gerits

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS

Abstract

Titel: Asymmetrische informatie in de Belgische crowdfundingmarkt: Case study

Auteur: Mathijs Gerits

School - richting: UHasselt – Master TEW-Finance

Promotor: Dr. Ine Umans

Het recente fenomeen crowdfunding is goed op weg om de hele ecosfeer te verstoren door haar unieke eigenschappen en vernieuwende manier van financiering voor ondernemers. Het zorgt ervoor dat bij veel verschillende investeerders een relatief klein bedrag opgehaald kan worden. Bij equity-crowdfunding zorgt dit voor een verspreid aandeelhouderschap waardoor investeerder en ondernemer niet altijd evenveel informatie bezitten over de gezondheid en acties van de onderneming. Dit probleem heet asymmetrische informatie en kan op verschillende manieren aangepakt worden. Afzonderlijke onderzoeken vonden reeds dat onder andere cofinanciering, signaling en het gebruik van een financieringsvehikel dit doel kunnen bereiken. In dit onderzoek werd gevonden dat ook het hebben van langetermijncontracten met leveranciers een positief signaal naar investeerders kan zenden.

Naast oplossingen zoeken werd ook getracht om het crowdfundingproces in kaart te brengen en de acties te beschrijven die het platform en de onderneming kunnen ondernemen om asymmetrische informatie te verminderen. Dergelijke beschrijving van het proces kan praktisch handig zijn voor ondernemers die equity-crowdfunding overwegen omdat er zich een afweging voordoet: een startup wil zo weinig mogelijk informatie blootgeven, terwijl een potentiële investeerder zoveel mogelijk informatie wil ontvangen. De verschillende acties voor het platform omvatten o.a. het opstellen van toelatingsvoorwaarden, nauwe monitoring of samenwerken met een financiële instelling. De onderneming kan trachten positieve signalen uit te sturen zonder al te gevoelige informatie bloot te geven. Het onderzoek gebeurde op basis van een single casestudy van een Belgisch softwarebedrijf dat in 2015 succesvol haar equity-campagne afsloot bij een Belgisch crowdfundingplatform.

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk. Er was impact op de datacollectie/empirische methode. Gezien de beperkte respons, werd geopteerd voor een single casestudy in plaats van een multiple casestudy.

Woord vooraf

Deze masterthesis vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Het situeert zich in de afstudeerrichting Finance waarvoor ik enthousiast opteerde. Mijn keuze van het onderwerp werd vooraf gegaan door een grote interesse in verschillende financieringsvormen, en nu alternatieve vormen in het specifiek. Daardoor was de keuze niet moeilijk in de initiatiefase van dit werkstuk.

Het werken aan deze thesis was een zeer leerrijk proces en zorgt voor een uitbreiding van mijn kennis en vaardigheden die ik reeds verworven heb tijdens mijn studie. Ook deed het werken aan deze thesis over alternatieve financieringsvormen mijn interesse in het onderwerp enkel toenemen. Ik voel me nu veel vaardiger om zelfstandig te werken aan dergelijke omvangrijke projecten en om diepgaande kennis te kunnen delen over het onderwerp.

Bij deze zou ik graag iedereen bedanken die, op welke manier dan ook, heeft bijgedragen aan de totstandkoming van deze thesis. Vooreerst zou ik graag mijn promotor Dr. Ine Umans willen bedanken voor haar professionele hulp, constructieve feedback en interessante suggesties. Bij haar kon ik al mijn vragen kwijt.

Daarnaast gaat mijn dank uit naar mijn ouders die me de kansen en steun hebben gegeven om deze opleiding tot een goed einde te brengen. De morele steun van familie en vrienden kan niet onderschat worden in de bijdrage aan deze thesis, want daardoor konden zware momenten overwonnen worden ter voltooiing van deze opleiding.

Inhoudstabel

INLEIDING	- 1 -
THEORETISCHE BASIS	- 3 -
CROWDFUNDING: WAT WETEN WE AL?	- 3 -
<i>Waarom afstappen van authentieke financiering?</i>	- 4 -
<i>Praktische werking van crowdfunding</i>	- 5 -
<i>Regulering</i>	- 6 -
<i>Voordelen crowdfunding</i>	- 7 -
<i>Nadelen crowdfunding</i>	- 8 -
ASYMMETRISCHE INFORMATIE	- 9 -
<i>Definitie en algemeen</i>	- 9 -
<i>Oplossingen asymmetrische informatie</i>	- 10 -
<i>Aandeelhoudersstructuur / financieringsvehikel</i>	- 11 -
METHODOLOGIE	- 15 -
KWALITATIEVE METHODE	- 15 -
<i>Data</i>	- 15 -
BELGISCHE CONTEXT	- 16 -
OVER DE CASE	- 18 -
DISCUSSIE	- 19 -
<i>Cofinanciering</i>	- 19 -
<i>Financieringsvehikel</i>	- 20 -
<i>Pre-investeringen</i>	- 21 -
<i>Post-investering</i>	- 24 -
<i>Succes van equity crowdfunding</i>	- 26 -
CONCLUSIE	- 29 -
CONCLUSIE	- 29 -
PRAKTISCHE IMPLICATIES	- 30 -
BEPERKINGEN EN AANBEVELINGEN VERDER ONDERZOEK	- 31 -
BIJLAGEN	- 33 -
<i>Bijlage 1: Template informatievoorziening aan Platform Y</i>	- 33 -
<i>Bijlage 2: Mogelijke acties pre-investering</i>	- 33 -
<i>Bijlage 3: Soorten signalen</i>	- 33 -
<i>Bijlage 4: Mogelijke acties post-investering</i>	- 34 -
BRONVERMELDING	- 35 -

Inleiding

Het recente fenomeen crowdfunding is goed op weg om de hele ecosfeer te verstoren door haar unieke eigenschappen en vernieuwende manier van financiering voor ondernemers. De oprichting van het eerste crowdfundingplatform vond plaats in het Verenigd Koninkrijk in 2006. Een crowdfundingplatform heeft drie belangrijke taken: het beoordeelt de kredietwaardigheid van de onderneming, fungeert als marktmaker om investeerders en ondernemers samen te brengen, en verschaft informatie aan beide partijen (Huijgens, 2015). In de reeds bestaande literatuur wordt er zeer veel aandacht geschonken aan zogenaamde reward- en donation-based crowdfundingprojecten die een niet-financieel karakter bezitten. Slechts enkele onderzoekers trachtten hun onderzoek te focussen op financiële crowdfunding en degenen die dit wel doen focussen grotendeels op de Britse of de Amerikaanse markt. Dit waarschijnlijk omdat de financieringsvorm daar reeds langer voet aan grond heeft en er een risicovollere investeringscultuur aanwezig is (Ahlstrom, Cumming, & Vismara, 2018), (Alemany & Andreoli, 2018). Toch begint er in België zich een alsmaar omvangrijkere markt te vormen voor alle vormen van crowdfunding. Tussen 2012 en 2017 werd er €40,25 miljoen opgehaald via crowdfunding, waarvan maar liefst de helft in 2017 alleen (FSMA). Doorheen de meest recente jaren kan er ook een stijging van het aantal projecten opgemerkt worden wat, samen met het totaal opgehaalde bedrag, een toenemend belang kan bevestigen (Douw & Koren, 2018).

Bij crowdfunding doet zich echter een gekend probleem voor: asymmetrische informatie. Dit is absoluut geen recent probleem en is aanwezig in talrijke aspecten van de economie. Asymmetrische informatie is een probleem dat zich voordoet in een principaal-agent setting waarbij verschillende partijen niet over gelijke kwaliteit en/of kwantiteit van informatie beschikken (Lipsey & Chrystal, 2015). In een equity-crowdfundingdeal komt dit probleem sterker naar boven dan bijvoorbeeld in een VC- of BA-deal omdat een crowdfunder slechts een minimaal percentage van het kapitaal vertegenwoordigt en dus veel minder macht heeft in vergelijking met een Venture Capitalist (VC) of Business Angel (BA). Deze lage vertegenwoordiging in het kapitaal komt door het mogelijk zeer verspreide aandeelhouderschap dat de financieringsvorm niet aantrekkelijker maakt voor ondernemers. In de bestaande literatuur werden reeds verschillende oplossingen onderzocht die dit probleem trachtten te bestrijden: signaling, cofinanciering, gebruik van financieringsvehikel, enzovoort (Ahlers, Cumming, Günther, & Schweizer, 2015), (Neuberger, 2004). Echter werden al deze manieren individueel onderzocht en amper naast elkaar bekeken om te kunnen vergelijken wat de meest effectieve of de meest toegepaste combinatie van oplossingen blijkt.

Het gebrek aan onderzoek naar de groeiende Belgische markt enerzijds, en het isoleren van oplossingen van equity-crowdfunding anderzijds, liet toe om de bestaande theorie synthesesgewijs toe te passen op een nieuw geografisch gebied: België. Op die manier zal er getracht worden een allesomvattend beeld te schetsen van de acties die zowel onderneming als platform kunnen ondernemen om asymmetrische informatie te vermijden in equity-crowdfundingdeals. Het tegenwerken van deze marktanomalië kan zorgen voor een efficiëntere en eerlijkere markt (Lipsey & Chrystal, 2015). De doelstelling van deze thesis op empirisch vlak zal dus zijn om door middel van "*the force of example*" één campagne volledig tot in detail in kaart te brengen en te onderzoeken

welke acties ondernomen worden om asymmetrische informatie te vermijden en waarom (Flyvbjerg, 2006). Dit zijn voornamelijk de oplossingen die de empirie reeds aangaf, maar ook een nieuwe signaal wordt toegelicht: het aangeven van langetermijncontracten die exclusieve handel bieden met leveranciers.

Naar de praktijk toe zal deze thesis een hulpmiddel bieden voor ondernemers die potentieel zien in een financieringsronde met crowdfunding: de verschillende acties die zij kunnen ondernemen om positieve signalen te sturen naar potentiële investeerders worden besproken. Het belang van dergelijke hulp is aanzienlijk aangezien startups zo weinig mogelijk informatie willen blootgeven, terwijl investeerder zoveel mogelijk informatie willen ontvangen. Volgende quote vanuit de onderneming toont deze wisselwerking aan: *"Ik werk op een need-to-know-basis, wij gaan geen oversharing doen naar de buitenwereld. Geen enkel bedrijf ter wereld doet dat."* – BX.

Om dieper begrip te krijgen van het financieringsproces wordt er geopteerd voor het gebruik van casestudies waardoor elk aspect tot in detail onderzocht kan worden aan de hand van interviews. Meer specifiek werd er gekozen voor een single casestudy van een Belgisch software bedrijf dat in 2015 succesvol haar equity-campagne afsloot bij een Belgisch platform. De inzichten van één enkele case worden aangevuld door meer algemenere inzichten van overige succesvolle campagnes die de respondent van het platform kon toevoegen aan haar antwoorden.

Theoretische basis

Crowdfunding: wat weten we al?

Het recente fenomeen crowdfunding is op weg om de hele ecosfeer te verstoren door haar unieke eigenschappen en vernieuwende manier van financiering voor ondernemers. De oprichting van het eerste crowdfundingplatform vond plaats in het Verenigd Koninkrijk in 2006. Een crowdfundingplatform heeft drie belangrijke taken: het beoordeelt de kredietwaardigheid van de onderneming, fungeert als marktmaker om investeerders en ondernemers samen te brengen, en verschaft informatie aan beide partijen (Huijgens, 2015). Ten gevolge van hun first-mover voordeel mag de markt voor crowdfunding in de UK zich relatief de grootste noemen. Ook Duitsland vertoont een sterke groei van haar crowdfundingmarkt (Ahlstrom et al., 2018), (Hornuf, Schmitt, & Stenzhorn, 2018). In de Verenigde Staten keurde Obama in 2012 de JOBS-Act, *Jumpstart Our Business Startup Act*, goed die toelaat dat startups makkelijker (kapitaal-)financiering kunnen ophalen via crowdfunding ("What is the JOBS Act?"). In België werd er in 2018 eveneens een wet ingevoerd die het makkelijker maakt om crowdfundinggelden op te halen (Overheid, 2018). Die wet versoepelt de grenzen tussen het al dan niet verplicht opstellen van een prospectus of een informatieve nota (Vlajo, 2018). Dit zorgt voor een aanzienlijke vermindering van de administratieve last bij relatief kleinere campagnes aangezien een gemiddeld prospectus rond de 150 pagina's bevat. Een dergelijke ingreep zat er aan te komen aangezien crowdfunding een steeds groter wordend fenomeen is. In 2016 werd €29,9 miljoen opgehaald, in 2017 €24,9 miljoen en in de eerste helft van 2018 werd er reeds €16,6 miljoen geïnvesteerd door de crowd (Douw & Koren, 2018).

Crowdfunding heeft haar verstorend kenmerk vooral te danken aan twee elementen. Waar eerst enkele investeerders geneigd waren grote bedragen te investeren, zien we een groter aantal investeerders vandaag eerder kleinere bedragen bijdragen aan de financiering van een onderneming. Eigenlijk deelt het enkele kenmerken met een groepsaankoop. Natuurlijk is het fenomeen van een groepsaankoop niet echt vernieuwend, dat wordt al veel langer gedaan dan sinds 2006. Daarom innoveert crowdfunding vooral door haar tweede kenmerk: sinds de lancering van het eerste crowdfundingplatform, wordt de financieringsmethode synoniem gezien met fondsophaling via het Internet (Huijgens, 2015). Dit brengt ook een groot voordeel met zich mee, zijnde een verlaging van transactiekosten omdat het Internet ervoor zorgt dat geografische en sociale grenzen de financiering niet beperken (Fleming & Sorenson, 2016), (Mollick, 2014). En dit in twee richtingen: enerzijds vinden investeerders meer investeringsmogelijkheden en anderzijds vinden ondernemers meer potentiële investeerders.

Er bestaan vier soorten van de financieringsvorm, namelijk reward-based (vaak voor artistieke projecten of prototypes), donation-based (louter doneren zonder tegenprestatie), loan-based (vaste rente op geleend bedrag, peer-to-peer lending; a.k.a. crowdlending) en equity-based (a.k.a. crowdfinance) (Block, Colombo, Cumming, & Vismara, 2018). Deze studie zal zich toespitsen op equity-crowdfunding omdat deze vorm fundamenteel anders werkt dan de non-financiële vormen: reward- en donation-based crowdfunding (Vismara, 2016). Ook werd er niet gekozen om beide financiële vormen te onderzoeken omdat equity-deals enkele onderscheidende kenmerken heeft zoals de informatieplicht naar investeerders toe. Dit laat geen verdere veralgemening toe naar

lending-dossiers waar die verplichting niet aanwezig is. Ahlers et al. definiëren equity-crowdfunding als: "a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms." (Ahlers et al., 2015).

Non-financiële vormen van crowdfunding werden sinds het ontstaan ervan talrijk onderzocht door academici. Toch blijkt ook financiële crowdfunding recentelijk meer aandacht te krijgen van onderzoekers, wat mede het toenemende belang ervan aantoont. Naast de toename van aandacht in de academische wereld, neemt ook het aantal en de omvang van gelanceerde projecten toe. In de UK steeg het percentage van crowdfunding in seed- en early-stage investeringen van 0,3% in 2011 naar 15,6% in 2015 (Shafi, 2019). Verschillend van bijvoorbeeld VC's of een BA is dat crowdfunding een manier van passief investeren is. Er wordt namelijk niet verwacht dat de investeerders bezig zijn met het bestuur of advies geven, wat bij BA's en VC's wel het geval is (Block et al., 2018). Crowdfunding kan al in de seedstage van een onderneming voorkomen waar het vaak nog te risicovol is voor VC's en BA's om al te investeren. Natuurlijk kan crowdfunding op elk moment in de levenscyclus van een onderneming nog gebruikt worden, vaak in combinatie met een andere financieringsvorm zoals een bancaire lening of VC. Dergelijke combinatie wordt dan cofinanciering genoemd.

Waarom afstappen van authentieke financiering?

Er zijn verschillende redenen voor het ontstaan van alternatieve financieringsvormen. Hier worden echter enkel de belangrijkste besproken in het kader van equity-crowdfunding. Mogelijk de voornaamste reden zijn de gevolgen van de financiële crisis in 2008 – '09 (Block et al., 2018). Banken hebben veel vertrouwen van de spaarder verloren waardoor spaarders naar andere manieren zoeken om hun geld te beleggen dan spaarbanken. Verder zijn de intrestvoeten van financiële instellingen miniem tot negatief geworden, wat spaarrekeningen bij financiële instellingen niet meer aantrekkelijk maakt (Rombaut, 2019). In de andere richting doet zich ook een probleem voor: banken moeten veel strenger toekijken op de kredietwaardigheid van de ondernemingen aan wie ze krediet verschaffen. Hierdoor vallen veel risicovolle startups buiten het zicht van traditionele banken.

Als tweede factor ondervonden Vismara et al. dat het hedendaagse economische klimaat moeilijker is geworden. Dit zorgt voor minder IPO's, wat op haar beurt zorgt voor minder exit-mogelijkheden voor VC's en BA's (Vismara, Paleari, & Ritter, 2012). Een derde belangrijke oorzaak is de innovatie op vlak van FinTech, zijnde financiële technologie, en de creatie van het Internet (Fleming & Sorenson, 2016). Deze middelen maken het mogelijk om een crowdfundingplatform op te zetten. Daarnaast kregen mensen het afgelopen decennium steeds meer vertrouwen in het Internet en online transacties doordat het Internet ondertussen volledig ingeburgerd is en banken telkens meer incentive aanwakkeren bij hun klanten om via een PC of smartphone aan homebanking te doen (Ahlstrom et al., 2018). Vervolgens ontstaan er veel webshops die eveneens aanzetten tot online betalingen en transacties.

Naast de uitdaging om het vertrouwen te winnen voor online transacties, tracht een crowdfundingplatform *lemon*-projecten te vermijden. *Lemons* zijn laag kwalitatieve bedrijven die er

op het eerste zicht niet slecht uitzien, maar pas na verkoop hun ware aard tonen (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Het gevolg van dit soort producten, hier ondernemingen, is dat goede producten lager gewaardeerd zullen worden en slechte producten hoger, beiden tegen de gemiddelde marktwaarde. Het is dus een marktanomalie die platformen trachten te vermijden om een goede en betrouwbare reputatie te behouden. Mollick (2014) onderzocht de reputatie van het Britse platform Kickstarter. Hij vond dat slechts 4% van de projecten tekenen van fraude vertoonden en dat deze projecten slechts voor 0,5% van de opgehaalde fondsen telden (Mollick, 2014). De reactie van reguleringsorganen, investeerders en ondernemingen zal de toekomst van de financieringsvorm grotendeels vormen. Wanneer platformen erin slagen *lemons* weg te houden uit hun aanbod, zal de tendens weg van authentieke financiering zich hoogstwaarschijnlijk verderzetten.

Praktische werking van crowdfunding

Het Agentschap Innoveren en Ondernemen van de Vlaamse Overheid geeft aan dat er vier stappen zijn in het behalen van financiering via crowdfunding (Agentschap Innoveren en Ondernemen, 2019). De eerste stap bestaat eruit dat de ondernemer zijn idee voorlegt bij een crowdfundingplatform. Deze kredietvragers worden na hun aanvraag eerst beoordeeld op basis van hun kredietwaardigheid (preselectie). Op basis van de preselectie zal bepaald worden of het project opgenomen wordt of niet. Na goedkeuring, in de tweede stap dus, stelt de ondernemer alle nodige informatie ter beschikking en start hij een campagne om geldschietters aan te trekken. Deze potentiële investeerders kunnen zich inschrijven in het project en storten een zelf te bepalen bedrag, vaak wel met een laag minimumbedrag en een wettelijk bepaald maximumbedrag. Dit gebeurt ten belope van een vooraf bepaalde periode, meestal rond de 60 dagen. Wanneer het einde hiervan bereikt is of wanneer de campagne eerder volledig ingeschreven is, wordt over gegaan naar de derde stap. Hier wordt het geld ter beschikking gesteld van de ondernemer, mits het volledige gevraagde bedrag opgehaald werd. Als dit niet het geval zou zijn, wordt het geld teruggestort naar de financiers. Dit duidt op een zogenaamde *all-or-nothing*-clausule die de meeste platformen hanteren (Smits, 2018). Dit betekent eveneens het einde van de onsuccesvolle campagne. Bij een succesvolle *funding* zal er nog interactie zijn tussen de ondernemer en geldschietters, de laatste stap. Bij equity-crowdfunding verhouden beide partijen zich als aandeelhouders en onderneming.

Het platform neemt in dergelijk proces dus verschillende taken op zich. Naast de bovenvermelde zijn er nog enkele impliciete taken die het platform uitvoert. Vooreerst staat het platform in voor de afhandeling van de investeringstransactie wanneer potentiële investeerders beslissen te investeren (Huijgens, 2015). Specifieker wordt hiermee bedoeld dat het platform instaat voor de juridische basis (gestandaardiseerde investeringscontracten) en voorziet de mogelijkheid om online financiële transacties te doen (Ahlers et al., 2015), (Belleflamme, Omrani, & Peitz, 2015). Als laatste fungeert het platform gedurende de looptijd van de financiering als schakel tussen beide partijen, zijnde het kanaal waarmee de rente- en aflossingsbetalingen van partij naar partij vloeien (in geval van crowdlending) (Huijgens, 2015). Het belangrijkste element om te vermelden is echter dat het platform zelf geen partij is in de krediettransacties en loopt daarom dus ook geen kredietrisico. Dit risico rust volledig op de investeerder en ondernemer. Een uitzondering hierop ontstaat, wanneer er met een financieringsvehikel wordt gewerkt. In dergelijke gevallen is het vehikel wel degelijk een partij in de transactie en draagt het daarom ook kredietrisico (FSMA, 2019b).

Volgens Younkin en Kashkooli (2016) kunnen platformen zich differentiëren op vlak van de extra diensten die zij aanbieden. Deze diensten richten zich op bepaalde problemen die platformen trachten op te lossen, namelijk *gatekeeping*, *patronage*, *inexperience* en coördinatie (Fleming & Sorenson, 2016), (Younkin & Kashkooli, 2016). Met *gatekeeping* wordt bedoeld dat platformen kapitaal beschikbaar maken dat voor de ondernemer anders niet toegankelijk zou zijn. *Patronage* tracht een huidige of verloren inkomstenstroom te vervangen. Dit probleem is dan ook gelinkt aan het donatiemodel van crowdfunding. *Inexperience* duidt op de problemen die *first-time* ondernemers ervaren bij het ophalen van kapitaal voor hun onderneming. En als laatste poogt een platform het probleem van coördinatie op te lossen door investeerders en ondernemers samen te brengen en zo efficiënter een bestaand netwerk te activeren (Younkin & Kashkooli, 2016).

Regulering

Op 20 december 2016 werd de crowdfundingwet gepubliceerd die een wettelijk kader invoert voor financiële crowdfunding (Vlaio). Deze wet, operationeel sinds 1 februari 2017, verplicht het bezit van een vergunning voor platformen waarbij het publiek investeert in beleggingsinstrumenten met het oog op eventuele financiële winst (Tabel 1) (Overheid, 2016). Deze vergunning kan verkregen worden bij de FSMA, Autoriteit voor Financiële Markten en Diensten (FSMA). De houder van de vergunning krijgt zo de titel Alternatieve Financieringsplatform, of AFP in het kort. De wet geeft ook aan dat platformen die samenhangen met gereguleerde ondernemingen, zoals kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, geen aparte vergunning moeten hebben aangezien financiële instellingen reeds strenger gereguleerd zijn.

Soort	Eventuele 'opbrengst'	Vergunning verplicht?
Donatie	dankbaarheid	neen
Reward (beloning in natura)	bescheiden beloning	neen
Equity (aandelen)	dividend + kapitaalwinst	ja
Loan (lening)	intrest	ja

Tabel 1: Winst en vergunningsplicht per soort (Overheid, 2016)

Platformen met een vergunning moeten ten alle tijden de regels naleven die opgesteld worden door de FSMA (FSMA, 2019a). Een passend voorbeeld van dergelijke regels is dat een platform moet nagaan of beleggers voldoende kennis en ervaring hebben om te beleggen in de aangeboden instrumenten. Als dat niet het geval is, moet er een waarschuwing vermeld worden (disclaimers). Ook is een platform verplicht extra aandacht te besteden aan o.m. de selectie van aan beleggers voorgestelde projecten, de informatieverstrekking aan cliënten, belangenconflicten, het gebruik van financieringsvehikels, enzovoort. Het platform is dus verplicht om erop toe te zien dat er adequate en voldoende informatie vrijgegeven wordt door de vrager van kapitaal (FSMA, 2019a).

Naast het hebben van een vergunning door het platform, kan het ook zijn dat een onderneming die zich wilt aanbieden op een platform een prospectus en/of een informatienota moet opstellen. Bij niet-financiële crowdfunding is dit niet verplicht, maar bij financiële crowdfunding wel, op enkele uitzonderingen na. Een uitgebreide prospectus is enkel vereist wanneer er meer dan €5.000.000

opgehaald tracht te worden, of zelfs €8.000.000 wanneer gewerkt wordt met een niet-gereguleerde beurs. Een ophaling tussen €500.000 en €5.000.000 vereist slechts een informatienota. Wanneer het maximaal op te halen bedrag onder €500.000 ligt, is geen van beiden vereist, tenzij er meer dan €5000 per investeerder gefinancierd kan worden. Dan is er eveneens een informatienota vereist (Overheid, 2018). Zowel een prospectus als een informatienota dienen erom de belegger te beschermen tegen allerlei risico's en hem te informeren over de voorwaarden. Een informatienota is beknopter en eenvoudiger op te stellen dan een prospectus, maar dient voor dezelfde doeleinden. De FSMA omschrijft de inhoud van een prospectus als: '*alle noodzakelijke informatie om beleggers in staat te stellen zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de emittent, alsook over de rechten die aan de betrokken financiële instrumenten zijn verbonden*' (FSMA, 2019b). Ook geeft de FSMA aan dat een informatienota precontractuele informatie bevat die accuraat, eerlijk en niet-misleitend moet zijn. Deze nota moet bevatten: informatie over de uitgevende instelling, de aanbieder, het bedrag en de aard van de aangeboden beleggingsinstrumenten alsook over de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding en over de risico's die verbonden zijn aan de uitgevende instelling en de betrokken beleggingsinstrumenten. De precieze inhoud van beide documenten kan men in wettelijke teksten terug vinden, zijnde Verordening (EG) nr. 809/2004 van 29 april 2004 voor een prospectus en het koninklijk besluit van 23 september over de publicatie van een informatienota bij een aanbieding aan het publiek voor een informatienota respectievelijk (FSMA, 2020b). Een prospectus of informatienota kan dus belangrijke informatie overdragen van de ondernemer naar de (potentiële) belegger. Hierdoor verkleint de informatie-asymmetrie.

Zoals reeds gezegd heeft de overheid crowdfunding aantrekkelijker gemaakt door de grensbedragen voor het opstellen van bovenvermelde documenten aanzienlijk op te trekken (Overheid, 2018). De complexiteit en omvang van een prospectus zorgen ervoor dat ondernemers trachten hun campagne onder één van de uitzonderingen te laten vallen waardoor het opstellen van een prospectus niet vereist is (Wirtz, 2017).

Voordelen crowdfunding

De financieringsvorm die de focus is van deze studie, d.i. equity-crowdfunding, heeft talrijke voordelen. Zoals reeds gezegd, wordt crowdfunding zelden als een alleenstaande financiering gebruikt. Het wordt vaak gecombineerd met bankfinanciering of dient als *gateway* naar grotere bedragen bij VC's of BA's. Daarnaast kan een campagne ervoor zorgen dat de ondernemer een beeld krijgt van de aantrekkelijkheid van zijn idee of onderneming. Merk op dat ook iets abstract als een idee financiering kan ontvangen via deze methode (Ahlstrom et al., 2018). Anders dan bij verschillende andere financieringsvormen, kan reeds beroep gedaan worden op crowdfunding in de seed-fase. Hierdoor kan er redelijk vroeg in de levensfase van het bedrijf de aantrekkelijkheid getoetst worden in de markt. De reden waarom crowdfunding een goed beeld geeft van de aantrekkelijkheid van een (ondernemings-)idee, is omdat het beroep doet op *the wisdom of the crowd*. Dit betekent dat, wanneer er genoeg mensen zijn die basiskennis hebben van financiering en de markt in kwestie, de gemiddelde waarde die *the crowd* geeft aan een bedrijf, de juiste waarde zal reflecteren (Walthoff-Borm, Vanacker, & Collewaert, 2018), (Polzin, Toxopeus, & Stam, 2018). Daarnaast kan crowdfunding ook gebruikt worden voor marketingdoeleinden. Een campagne van een

onderneming die vooral tastbare producten aanbiedt, kan interesse bij potentiële consumenten opwekken (Mollick, 2014). Ook zorgt het op die manier voor goedkope mond-tot-mondreclame mogelijk nog voordat het bedrijf werkelijk operationeel is.

Verder is het een relatief snelle methode van financiering. Zoals eerder besproken, verloopt een campagne in 4 fasen. In Nederland en België kan een beoordeling door het platform (stap 1) al gebeuren in enkele dagen (Huijgens, 2015). Dit is veel sneller dan een bancaire lening. Bij een *equity-based* campagne is een groot voordeel dat de oprichter van een onderneming een groter aandeel zelf houdt in vergelijking met VC's en BA's (Fleming & Sorenson, 2016). Tot slot vond Fleming (2016) ook dat een crowdfundingcampagne de ondernemer minder afhankelijk maakt van zijn eigen sociaal netwerk omdat het over de sociale en geografische grenzen heen kan reiken.

Nadelen crowdfunding

Zoals reeds kort vermeld moeten platformen trachten *lemons* uit hun netwerk te houden. *Lemons* zijn het gevolg van asymmetrische informatie en agency problemen (Ahlstrom et al., 2018), (Ahlers et al., 2015). Deze zijn twee uitermate moeilijke problemen die voor een zeer complex vraagstuk bij platformuitbaters zorgen. Verder is er nog veel onzekerheid over de stabiliteit van de reeds bestaande platformen. Dit is mede te danken aan het feit dat de financieringsvorm nog in haar kinderschoenen staat. Net zoals bij andere technologische innovaties merkt men nu een *boom* van het aantal platformen, maar deze overleven gemiddeld niet lang. Younkin (2016) verwacht bijgevolg dat er een convergentie van platformen zal zijn (Younkin & Kashkooli, 2016). Dit zal waarschijnlijk gebeuren door specialisatie, waardoor enkele platformen zich op één of enkele problemen (*gatekeeping*, *patronage*, *inexperience* en coördinatie) zullen focussen die zij trachten te verhelpen.

Een volgende nadeel van crowdfunding is dat je als ondernemer veel informatie moet blootgeven aan de mogelijke geldschietters. Dit doet men bijvoorbeeld om de geldschietters aan te tonen dat het de moeite is om in hun te investeren. Maar met als keerzijde van de medaille dat iedereen die informatie kan zien, ook de concurrentie. Daarnaast is crowdfunding een passieve manier van investeren, dus de ondernemer krijgt geen advies of hulp van de investeerder zoals dat wel het geval is bij VC's (Estrin, Gozman, & Khavul, 2018). Aangezien het nog altijd gaat over financiering in een vroeg stadium van de levenscyclus van een onderneming, kunnen het advies en de kennis van experts zeer nuttig zijn om een bedrijf te doen groeien naar een volwassen onderneming.

Wanneer de nadelen van crowdfunding besproken worden, moet er ook gesproken worden over het hoge faalpercentage en met welke omvang campagnes falen. Een onderzoek van Mollick wees uit dat succesvolle campagnes, dus waarvoor minstens het doelbedrag ingeschreven werd, eerder met kleine marges over het doel gaan. Dit terwijl falingen met een aanzienlijk verschil onder het doel eindigen (Mollick, 2014). De oorzaken hiervan zouden tweevoudig zijn: enerzijds hebben veel platformen een alles-of-niets-beleid waardoor projecten die bijna aan het doelbedrag zitten of dit al overtroffen hebben, aantrekkelijker worden voor andere geldschietters. Omwille van deze reden is een te hoog streefbedrag niet aantrekkelijk. Anderzijds is de aard van het project zelf belangrijk. Projecten die een hoge kans op succes hebben, vertonen bepaalde patronen die zichtbaar zijn voor investeerders met als gevolg dat er een Mattheüs-effect ontstaat. Dit wilt zeggen dat de kwaliteit

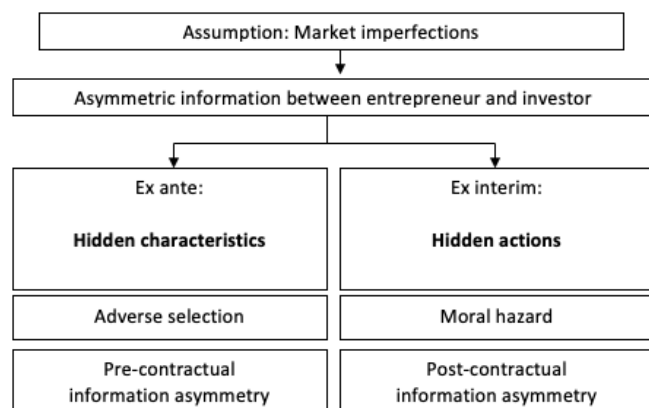
van een project vermenigvuldigd wordt waardoor het nog succesvoller wordt (Merton, 1957). Een belangrijke kanttekening bij het onderzoek van Merton (1957) is dat het focust op donatie- of reward-based-crowdfunding en dus niet op equity-crowdfunding. Maar ook bij campagnes die aandelen uitkeren is er een aanzienlijk faalpercentage (Signori & Vismara, 2018). Dit wordt ook bevestigd in een studie van Walthoff-Borm *et al.* (2018). Zij tonen aan dat het faalpercentage ruim hoger ligt voor *equity-crowdfunded firms* in vergelijking met *non-equity-crowdfunded firms* en dit voor bedrijven die gematcht werden op basis van gelijkende eigenschappen (Walthoff-Borm *et al.*, 2018). Ondanks het hoge faalpercentage, blijven (crowdfunding-)projecten toch investeerders in aandelen aantrekken. Dit is volgens Estrin (2018) te danken aan de hoop van investeerders om een 'golden unicorn' te vinden, zijnde een project met een return die ruim boven de 100% uitstijgt, tot zelfs hoger dan 1000%, die de slechte en minder goede investeringen zou kunnen compenseren (Estrin *et al.*, 2018).

Asymmetrische informatie

Definitie en algemeen

Zoals in de bovenstaande nadelen reeds vermeld werd, moet een platform trachten *lemons* weg te houden. Deze zijn het gevolg van asymmetrische informatie wat betekent dat ondernemer (agent) en investeerder (principaal) niet over evenveel informatie beschikken. Pre-investering kan dit leiden tot overoptimisme of het achterhouden van negatieve informatie door de ondernemer, dus de kredietvrager, bij het voorstellen van het bedrijf aan potentiële investeerders. Dit leidt op haar beurt tot adverse selectie, zijnde een foute investeringsbeslissing van de investeerder. Post-investering leidt asymmetrische informatie tot mogelijke *moral hazard*, waarbij de agent (ondernemer in dit geval) niet handelt in lijn met zijn gecommuniceerd gedrag (figuur 1) (Alemany & Andreoli, 2018).

Dit soort handelingen kunnen het gevolg zijn van het nastreven van eigenbelang door de ondernemer, ondanks dat hij ook de belangen van investeerders vertegenwoordigt. Zowel adverse selectie als *moral hazard* zorgen voor verhoogde monitoringskosten voor de investeerder (Neuberger, 2004). *Moral hazard* zorgt voor monitoringskosten omdat investeerders trachten te monitoren wat de ondernemer doet met het geïnvesteerde geld. Zo tracht hij te vermijden dat er verborgen acties gebeuren (Neuberger, 2004). Bij hoge informatieasymmetrie is er dus sprake van hogere monitoringskosten.



Figuur 1: *The investor-entrepreneur relationship as an agency problem* (Alemany & Andreoli, 2018)

Bovenstaande gevolgen van asymmetrische informatie bewijzen dat het hier om een marktimperfectie gaat. Dat wil zeggen dat er afgeweken wordt van een efficiënte markt waar onder andere alle partijen beschikken over evenveel informatie (Kunieda & Shibata, 2014). Een fenomeen is een marktimperfectie wanneer het additionele indirecte gevolgen met zich meebrengt, zoals hier *moral hazard* en *adverse selection* (Carpenter & Petersen, 2002). Dergelijke imperfecties worden

zoveel mogelijk vermeden, aangezien dergelijke inefficiënte kosten, bijvoorbeeld monitoringskosten, met zich meebrengt.

Oplossingen asymmetrische informatie

Zowel platform als ondernemer moeten pogen dit soort asymmetrie te vermijden voor het eerlijk aantrekken van zoveel mogelijk investeerders enerzijds, en het zorgen voor een vruchtbare groei en toekomst voor de onderneming anderzijds. Met eerlijk aantrekken wordt bedoeld dat er geen misrepresentatie is van de onderneming bij het voorstellen aan potentiële investeerders door onder andere overoptimisme. Anders zal dit op lange termijn negatief uitdraaien voor de onderneming doordat investeerders zich zullen terugtrekken eens de werkelijkheid van het bedrijf duidelijk wordt (Alemany & Andreoli, 2018).

Een eerste mogelijke oplossing voor asymmetrische informatie pre-investering is *signaling*. Dit is het geven van een positief signaal waaruit de investeerder conclusies kan trekken zonder (te veel) gevoelige informatie bloot te geven (Alemany & Andreoli, 2018). Als ondernemer tracht men om zoveel mogelijk investeringen aan te trekken zonder gevoelige informatie publiek te maken, aangezien concurrenten dit ook kunnen zien. *Signaling* is eveneens een oplossing voor het feit dat kleine investeerders niet de incentive, noch de middelen hebben om grondige *due diligence* te doen (Ahlers et al., 2015). Daarnaast zorgt *signaling* voor vermindering van wantrouwen tussen investeerder en ondernemer (Ahlers et al., 2015). Vertrouwen is nodig om post-investering monitoringskosten te minimaliseren. Zonder vertrouwen zou de investeerder elke stap van de ondernemer moeten monitoren om te controleren of deze niet handelt in eigen belang, zijnde *moral hazard*. Ahlers et al. (2015) onderzochten welke soorten van *signaling* een significante invloed hadden op het opgehaald bedrag en het aantal investeerders (Ahlers et al., 2015). Uit hun onderzoek bleek dat een financiële roadmap, een prospectus van de financiën van de volgende jaren en een exit-plan een zeer sterk en positief signaal geven naar mogelijke investeerders. Een ander soort signaal is het uitgeven van (converteerbare) schuld in plaats van equity-crowdfunding. Dit wordt vooral gedaan als er veel asymmetrie is in informatiebezet (Stiglitz & Weiss, 1981). Een volgend positief signaal dat gegeven kan worden is een goed intern bestuur, bijvoorbeeld een goede structuur van de Raad van Bestuur, de juiste mensen in het bestuur, enzovoort. Dit zorgt eveneens voor een snellere en omvangrijkere ophaling van financiering (Ahlers et al., 2015).

Een VC of BA die reeds in een vorige ronde geïnvesteerd heeft, of die mee in de huidige ronde investeert (cofinanciering), geeft een goed signaal over de gezondheid en het verwachte succes van de campagne aangezien zij een veel grondigere *due diligence* (moeten) doen gezien de veel grotere exposure die zij hebben t.g.v. een grotere investering (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2016). Kleine investeerders in crowdfundingprojecten hebben vaak noch de incentive, noch de (financiële) middelen om deze grondige *due diligence* zelf te doen (Pecorino, 2015). Daarnaast hebben kleine investeerders vaak verre van de hoeveelheid ervaring en kennis die een VC of BA heeft op vlak van het investeren in en het waarderen van startups (Freear, Sohl, & Wetzel, 2002). Op sites zoals Bolero Crowdfunding wordt reeds aangegeven wanneer er sprake is van cofinanciering, zijnde het mede financieren van het project door een VC, BA of ander soort investeerder ("Bolero Crowdfunding

Investeren,"). Een tegenargument voor deze theorie zou kunnen zijn dat het platform reeds *due diligence* en screening voert voordat het project wordt aangeboden op haar website (Huijgens, 2015).

Vervolgens zorgen patenten en trademarks eveneens voor een positief signaal naar potentiële investeerders toe, doordat ook dit een signaal geeft over de toekomstige kwaliteit en cashflows van de onderneming (Haeussler, Harhoff, & Mueller, 2014). Een patent geeft weer dat een bedrijf een innovatie kan opbrengen en dit in de toekomst mogelijk zou kunnen herhalen (Farre-Mensa, Hegde, & Ljungqvist, 2019). Doch geeft een patent slechts een zwak signaal in vergelijking met een roadmap en/of een opsomming van potentiële risicofactoren (Ahlers et al., 2015). Met risicofactoren wordt de hoeveelheid aangeboden kapitaal en de mogelijke aanwezigheid van disclaimers bedoeld. Zoals reeds besproken werd, is een te groot op te halen bedrag niet aantrekkelijk voor potentiële investeerders (Mollick, 2014). Disclaimers dienen om de belegger te informeren over bepaalde risico's die het bedrijf loopt.

Naast *signaling* en cofinanciering, zorgen ook screening, regels en wetgeving, onderpand en garanties en *due diligence* voor verlaging van informatieasymmetrie en bijgevolg lagere monitoringskosten post-investering volgens Ahlers' onderzoek (Ahlers et al., 2015). Bijvoorbeeld: een grondige screening en *due diligence* zorgen voor het minimaliseren van verrassingen post-investering doordat de investeerder beter weet wat en wie hij financiert. Regels en wetgeving zorgen ervoor dat er een straf aan opportuun handelen wordt gekoppeld door middel van een verbod op bepaalde handelingen enerzijds of een verplichting van handelen op een bepaalde manier anderzijds. De regulering omtrent crowdfunding werd hoger reeds besproken.

Een recentere manier om naar informatieasymmetrie te kijken is door het focussen op reputatie en vertrouwen. Met reputatie worden vooral de successen, en zeker de falingen, van een ondernemer in het verleden bedoeld, zijn zogenaamde *trackrecord*. Wanneer de kosten van reputatieschade groter zijn dan de winst uit opportunistisch gedrag, zal de ondernemer zélf kiezen om dat soort handelen te vermijden (Dellarocas, 2006). Daarnaast is er ook nood aan vertrouwen dat de investering niet frauduleus zal eindigen. Hiervoor werd er een maatgetal '*fame*' aangemaakt door Torabi (2018). Het geeft de financiële en sociale kredietwaardigheid, track record en historisch succes weer. Torabi (2018) bewees dat '*fame*' in een project wel degelijk een positief effect heeft op de resultaten van een equity-crowdfundingcampagne (Torabi & Mirakhor, 2018).

Aandeelhoudersstructuur / financieringsvehikel

Een onderneming die aandelen uitgeeft als tegenprestatie voor financiering via crowdfunding heeft twee mogelijke (juridische) structuren om toe te passen. Als eerste is het mogelijk de aandelen direct aan de geldschieter toe te wijzen, zijnde een *direct shareholder structure*. Vervolgens is het ook mogelijk dat de intermediair, het crowdfundingplatform, alle aandelen op haar naam krijgt en dat deze alle aparte investeerders vertegenwoordigt, genoemd een *nominee structure* (Walthoff-Borm et al., 2018). In het Nederlands noemt een '*nominee*' financieringsvehikel in een transactie (Vlaio). Het is echter ook mogelijk om een aparte vennootschap op te zetten die als financieringsvehikel fungeert. De FSMA definieert een financieringsvehikel als: "een uitgever van beleggingsinstrumenten; die geen instelling voor collectieve belegging is; die als enige activiteit heeft om aandelen te nemen in of

leningen te verstrekken aan één of meer ondernemers-emittenten; en die gefinancierd wordt door beleggers.” (FSMA, 2019b). Het vormt dus de schakel tussen beleggers en ondernemers-emittenten, om te vermijden dat zij naderhand geconfronteerd zouden worden met een versnipperde aandeelhoudersstructuur of met talrijke schuldeisers. Praktisch investeert een belegger in het vehikel, dat ontvangen gelden op haar beurt aanwendt om aandelen te kopen of deze gelden uit te lenen aan de ondernemer die de investeerder verkiest (FSMA, 2019b).

Bij de directe vorm, zonder vehikel, zijn de individuele investeerders zelf dus de juridische aandeelhouders, maar hier moet regelmatig een aandeelhouderslijst opgesteld worden om het grote aantal aandeelhouders *up-to-date* te houden. Een nadeel van deze vorm is het feit dat een grote groep mensen verschillende individuele doelstellingen nastreven, welke moeilijk allemaal te verzadigen zijn (Walthoff-Borm et al., 2018). Nog een groot nadeel is het risico op *moral hazard*. Net omdat het aandeelhouderschap zo verspreid is, hebben individuele investeerders weinig macht en kan de ondernemer de mogelijkheid zien om opportunistisch te handelen (Alemany & Andreoli, 2018). Aan de andere kant van het spectrum, bij de indirecte structuur met vehikel, krijgt het platform een actieve rol in de interactie. Het dient om de aandelen te managen en bij te houden in naam van alle financiers. Hierdoor zullen de kosten van monitoring en coördinatie, samen agency kosten genoemd, veel lager liggen in vergelijking met direct aandeelhouderschap (Jensen & Meckling, 1976). Doch moet opgemerkt worden dat hier kosten aan verbonden zijn: een financieringsvehikel vraagt waarschijnlijk een vergoeding voor het centraliseren van alle aandelen of neemt een bepaalde spread op het uitgekeerde dividend.

Voor het gebruik van een financieringsvehikel stelt de FSMA wel enkele voorwaarden en regels op. Zo mogen de rechten en plichten van beleggers gedurende de looptijd van de belegging niet wijzigen zonder instemming van de beleggers. Ook moet er jaarlijks specifieke informatie aan de beleggers voorgelegd worden, met name de kosten van het vehikel en de financiële informatie over de onderneming die van de financiering geniet. Opmerkelijk is ook dat er beperkingen opgelegd worden op de variabele vergoedingen die toegekend worden aan het vehikel of de bestuurders ervan (FSMA, 2019b). Een voorbeeld van een platform dat gebruik maakt van een financieringsvehikel is Spreds (SPREDS, 2020). Ook Bolero Crowdfunding laat de mogelijkheid toe met soortgelijk vehikel te werken (Bank, 2020).

Er zijn dus verschillende manieren om te pogen asymmetrische informatie te minimaliseren. Zo kan een onderneming gebruik maken van *signaling*, aan cofinanciering doen, informatie over patenten geven of gebruik maken van een *nominee structure* (financieringsvehikel). Een platform kan eveneens naar dit doel toewerken door een grondige screening en *due dilligence* te voeren van ondernemingen die appliceren voor een toelating tot het platform. Daarnaast zorgen regulering en de trackrecord van de ondernemer voor verplichtingen en vertrouwen respectievelijk, wat eveneens bijdraagt tot verlaging van informatieasymmetrie in dergelijke financieringstransacties. De vragen die in deze studie gesteld zullen worden zijn: Gelden deze methoden ook in de Belgische context? Worden er nog andere manieren van *signaling* toegepast? Zijn er misschien nog andere manieren dan de bovenstaande die Belgische ondernemingen en platformen toepassen om informatieasymmetrie te vermijden? Waarom worden bepaalde methoden wel toegepast en anderen

niet? Welke zijn de meest succesvolle methoden? Waarom kiezen ondernemingen en platformen om bepaalde informatie wel, dan niet vrij te geven? Welke informatie geeft een onderneming vrij, gegeven het op te halen bedrag?

Methodologie

Kwalitatieve methode

De onderzoeksvragen die zich stelden aan het einde van het theoretische framework gaven de aanzet om te kiezen voor een kwalitatief onderzoek. Een kwalitatief onderzoek laat toe op een dieper niveau naar een bepaald subject te kijken, zoals hier ook gedaan werd. Er kan diepgaand onderzocht worden welke elementen asymmetrische informatie in de markt van crowdfunding kunnen verminderen om zo een stap dichterbij te komen bij een efficiënte markt zonder marktanomalieën. Er zal een onderscheid gemaakt worden tussen pre- en post-investering om op die manier het proces van het ophalen van financiering in kaart te brengen. De focus ligt hier op het vermijden van dergelijke marktimperfectie en er zal dus gekeken worden naar welke acties ondernemers en platformen kunnen ondernemen om deze te vermijden. In deze opzet is het ideaal om te kunnen werken met (een) casestudy(s) zodat er diepgaand gekeken kan worden naar het financieringsproces van een onderneming. Hierbij zal zowel de onderneming als het gebruikte platform bevroegd worden om een volledig beeld te kunnen schetsen van mogelijke stappen die beide partijen ondernamen om asymmetrische informatie te vermijden en welke informatie de onderneming moest blootstellen. Een casestudy is een passende onderzoeksoptiek voor het ontdekken van rijkelijke data en het onderbouwen van een theorie (Stake, 1995), (Nag, Corley, & Gioia, 2007). Het heeft niet als doelstelling om statistisch te kunnen generaliseren, maar eerder om bij te dragen aan de wetenschappelijke ontwikkeling door middel van 'the force of example', wat ook in deze thesis het doel zal zijn (Flyvbjerg, 2006).

Data

De bevestigingen gebeurden aan de hand van semigestructureerde diepte-interviews die opgesteld werden op basis van de theoretische setting. Er werd rekening gehouden met logica, chronologie en contextsetting bij het opstellen van de interviewleidraad (Sekaran & Bougie, 2016). Alle vragen werden opgedeeld in vijf delen: het bedrijf of platform, cofinanciering, het gebruik van een financieringsvehikel, pre-financiering en post-financiering. Op deze manier kon alle nodige informatie vergaard worden om de volledigheid van de casestudy te vrijwaren (D O'Gorman & MacIntosh, 2014).

De respondenten werden gekozen op basis van beschikbaarheid. Omdat België (nog) geen zeer uitgebreide en sterk ontwikkelde crowdfundingmarkt heeft, zijn er nog niet veel equity-cases terug te vinden. Zoals de cijfers duidelijk maken, zijn de andere vormen van crowdfunding veeleer aanwezig (Douw & Koren, 2018). Daarom zullen de respondenten geaccepteerd worden op basis van hun interesse om deel te nemen aan het onderzoek. Om de kans op een positief antwoord te vergroten, werden alle platformen in België aangestuurd die equity-financiering aanbieden (tabel 2 en tabel 3). Nadat een platform toezei, werden alle bedrijven aangestuurd die openlijk succesvol een equity-campagne afgerond hadden via het platform in kwestie. Deze waren meestal makkelijk terug te vinden op de website van het platform. Gezien de beperkte respons, beperkt deze kwalitatieve studie zich tot een single casestudy. Echter zal er geen rekening gehouden worden met de huidige toestand van het bedrijf, aangezien de single case die hier besproken wordt, failliet is sinds 2017. Dit open criterium leidt niet tot een probleem voor de vergaring van data aangezien voornamelijk naar het proces (en de bijhorende informatieasymmetrie) van de campagne gekeken zal worden.

Er werd bewust gekozen om eerst het interview met het crowdfundingplatform te voeren waardoor de interviewleidraad voor het bedrijf specifiekler aangepast kon worden aan de antwoorden van het platform. Op deze manier wordt er gestreefd naar maximale informatievergaring (Stake, 1995). Met toestemming van de respondenten werden de interviews opgenomen met een dictafoon om later woord-voor-woord getranscribeerd te kunnen worden (Sekaran & Bougie, 2016). Opnieuw, op basis hiervan kon de interviewleidraad voor komende interviews geoptimaliseerd worden. De transcripties werden vervolgens gecodeerd volgens verschillende categorieën in het onderzoek. Ook hier werd de opsplitsing tussen pre- en post-investering duidelijk gemaakt. Door in dergelijke mate de data verschillende malen te verwerken, konden gemakkelijker linken worden gelegd en conclusies worden getrokken. Dit zorgt voor een nauwkeuriger onderzoek en baat de betrouwbaarheid ervan.

Om de anonimiteit van de respondenten te vrijwaren, werd er gekozen om zowel het bedrijf als het platform onder pseudoniemen in het onderzoek op te nemen. Naar het bedrijf in kwestie zal verwezen worden met "Bedrijf X" en het platform zal benoemd worden als "Platform Y". Voor de respondenten zal gewerkt worden met "BX" voor het bedrijf en "PY" voor het platform respectievelijk.

Belgische context

De onderstaande platformen in tabel 2 zijn alle platformen in België die een licentie of *notification* hadden van de FSMA om haar activiteiten te mogen uitoefenen in 2017. Lita.co (equity), Ecco Nova (lending), Look&Fin (lending), Spreds (equity en lending) en Bolero Crowdfunding (equity en lending) zijn samen goed voor bijna 100% van al het opgehaalde kapitaal (equity en lending) via crowdfunding in België (FSMA, 2017). De eerste twee platformen in België waren Look&Fin en Spreds. Zij zijn actief sinds 2012. Bolero Crowdfunding voegde zich bij de groep in 2015. Ecco Nova en Lita.co zijn sinds 2016 en 2017 actief op de Belgische markt. In 2017 waren er nog enkele platformen aanwezig op deze markt, maar zij werden niet opgenomen in de studie van de FSMA omwille van de volgende redenen (FSMA, 2017). Participate deed enkel aan reward- en donation-crowdfunding en was enkel aanwezig in Mechelen. Voor de studie werden enkel platformen opgenomen die minstens nationaal aanwezig waren. Lendahand en Raizers werden niet opgenomen omdat zij in 2017 geen projecten hadden van Belgische ondernemingen. Zij focussen eerder op ontwikkelingslanden en fondsverwerving voor natuurlijke personen respectievelijk. Opmerkelijk aan de studie van de FSMA (2018) is dat Bolero Crowdfunding werd opgenomen aangezien zij verbonden is aan een financiële instelling, namelijk KBC. Deze verbintenis uit zich in een samenwerking tussen het kantorennet van KBC en Bolero Crowdfunding om hun klanten die fondsen trachten te verwerven een zo breed mogelijk aanbod van financiering te kunnen aanbieden.

De resultaten van de studie van de FSMA geven aan dat er een gestage groei waar te nemen is in het opgehaalde bedrag via crowdfunding (FSMA). Er bleek dat tussen 2012 en 2017 232 successen geboekt werden van de 273 gelanceerde campagnes. In totaal waren deze successen goed voor een opgehaald bedrag van € 40.025.000. Hiervan werd € 20 miljoen in 2017 opgehaald, wat een sterke groei aantoont. Om deze cijfers in perspectief te zetten vergelijk ik deze graag met het nationaal gespaard bedrag. In 2017 werd er € 250.000.000.000 gespaard en in totaal werd er voor € 131.000.000.000 aan leningen uitgegeven aan Belgische bedrijven door banken (FSMA, 2017). De

232 succesvolle campagnes kunnen opgedeeld worden in 148 (64%) crowdlending- en 84 (36%) equity-dossiers. Daarnaast bleek dat de meeste crowdlending-campagnes binnen 13 dagen gefinancierd waren, in tegenstelling tot crowdfinancing (equity) dat gemiddeld 62 dagen nodig had. De gemiddelde campagne werd gefinancierd door 100 verschillende investeerders. Hier ligt het cijfer iets lager voor crowdfinancing (95) en iets hoger voor crowdlending (112). Gemiddeld 95 investeerders per project met uitgifte van aandelen zorgt voor een relatief verspreid aandeelhouderschap.

Op vlak van investering per investeerder bleek dat het gemiddelde € 2.870 per campagne bedroeg. Ook dit kan opgesplitst worden in crowdfinancing en crowdlending met € 4.136 en € 2.388 per campagne respectievelijk. Ondanks het feit dat meer dan 50% van de investeerders niet meer dan €500 belegden per campagne en slechts minder dan 3% investeerde meer dan € 5.000 per campagne (FSMA, 2017).

Naam	Soort	Extra informatie
Lita.co	equity	focus sociale economie
Beebonds	lending	vergunning sinds april 2019
Ecco Nova	lending	focus hernieuwbare energie
Look&Fin	lending	krediet van € 100.000 tot € 5 miljoen
Participate	reward en donation	enkel nog maar in Mechelen aanwezig
Spreds	equity en lending	nieuwe naam, vroeger MyMicroInvest
WinWinner Crowd	lending	achtergestelde leningen tussen € 25.000 en € 200.000; vergunning sinds 2020
Raizers	lending	geen projecten in België, gebaseerd in Frankrijk

Tabel 2: Belgische platformen met vergunning (10/02/2020) (FSMA, 2020a)

In tabel 2 worden alle Belgische crowdfundingplatformen opgesomd die een licentie bezitten van de FSMA om effecten uit te geven, zijnde leningen of aandelen. Een relatief nieuwe speler is BeeBonds, gelegen te Etterbeek. Deze behaalde haar vergunning in april 2019 en doet enkel aan crowdlending. Ook WinWinner Crowd voegde zich recent toe aan de lijst door haar vergunning te behalen in 2020. Lendahand is niet terug te vinden in deze lijst aangezien het een Nederlands platform met daar ook haar hoofdactiviteit. Ze hebben wel meegedeeld om in België alternatieve-financieringsdiensten te verrichten, maar vallen zowel buiten de studie van de FSMA, alsook buiten deze thesis, aangezien enkel Belgische platformen werden bekeken (FSMA, 2020a).

Platform	Financiële instelling	Relatie	Soort
Bolero	KBC	Eigen platform	loan, equity
Seedrs	ING	Partnerschap	equity
KissKissBankBank	ING	Partnerschap	reward, donation
Hello Crowd (Ulele)	HelloBank (BNP Paribas Fortis)	Partnerschap	reward, donation
angel.me	Belfius	Partnerschap	reward, equity

Tabel 3: crowdfundingplatform co-financiering met financiële instelling (Smits, 2018)

Er zijn verschillende kredietinstellingen in België die een eigen crowdfundingplatform hebben of ten minste een vaste samenwerking hebben met een extern platform (Tabel 3). Zo heeft KBC haar eigen platform, namelijk Bolero Crowdfunding. ING heeft een partnerschap met Seedrs en KissKissBankBank, maar deze laatste biedt geen lending- of equity-crowdfunding aan. BNP Paribas Fortis heeft via haar Belgische dochteronderneming HelloBank een partnerschap met Ulele, dat opereert onder de naam Hello Crowd. Tot slot had Belfius een partnerschap met angel.me, maar dat lijkt ondertussen verwaterd, hoewel angel.me nog steeds actief is in België (Smits, 2018).

Over de case

Bedrijf X is een vennootschap die werd opgericht in 2013 door drie founders die samen een herkenbaar probleem in hun sector trachtten op te lossen. De sector waarin zij actief waren, was op dat moment nog zeer analoog en de digitale hulpmiddelen die op dat moment aangeboden werden, bleken niet erg gebruiksvriendelijk. Daarom creëerden de oprichters een applicatie die zowel op mobiele apparaten als op bijvoorbeeld vaste computers gebruikt kon worden. Naast het digitaliseren van analoge documenten, liet de applicatie ook toe aanpassingen te maken die niet mogelijk waren in de voordien veelgebruikte bestandsvorm PDF. Deze functies werden aangevuld met allerlei extra functies die de ontwikkelaars op dat moment zeer innoverend vonden. Doordat het een digitale applicatie is, bleek hun *total available market* al snel de Belgische landsgrenzen te overstijgen waardoor ze de aandacht trokken van verschillende (Belgische) investeringsfondsen die focussen op technologisch vooraanstaande startups. Na het bekijken van het groeipotentieel en de toenmalige financiën werd er beslist een financieringsronde van €2 miljoen te organiseren die opgedeeld werd tussen de geïnteresseerde fondsen (95%) en crowdfunding door uitgifte van aandelen (5%). Zo werd het bedrijf ook aangesproken door Platform Y, die zelf nog maar pas actief waren in de markt van equity-financiering. Platform Y is een crowdfundingplatform dat zowel equity- als lending-dossiers kan aanbieden en verbonden is aan een financiële instelling die zich door het aanbieden van crowdfunding dynamischer tracht te profileren. Beide partijen zagen veel *exposure*-mogelijkheden in de crowdfundingcampagne en gingen mede daarom samen in zee in 2015. Bedrijf X was eveneens één van de eerste crowdfundingprojecten van platform Y. Om deze reden keek de FSMA toe op het verloop van de transactie.

De campagne was een enorm succes. De gemiddelde investering per *crowdfunder* lag rond de €500, waardoor zij maar een zeer klein deel van het totale kapitaal vertegenwoordigden. De aandelen die de investeerders ontvingen boden geen stemrecht en de aandeelhouders werden *gepoold* in een CVBA. Jammerlijk bleef de grote verwachte vraag naar betalende consumenten uit doordat er geen extra financiering meer werd verkregen om uitgebreide marketing te voeren en vroeg het bedrijf in 2017 hun faillissement aan.

Discussie

Zoals vermeld werden de vragenlijsten opgedeeld in verschillende grotere onderdelen. Op dezelfde wijze zal de discussie van deze thesis worden opgedeeld. Achtereenvolgens zal er worden ingegaan op de cofinanciering, het gebruik van een financieringsvehikel, pre-investering, post-investering en afsluitend op het succes van equity-crowdfunding.

Cofinanciering

Het gebruikte platform vereist dat er een andere *lead-investor* is die de waardering van het bedrijf bepaalt, hier een VC-fonds. Op deze manier kon Platform Y de specificaties van de ronde, zoals de prijs van en soort aandelen, gewoonweg overnemen volgens het volgrecht. Zo wordt er vermeden dat er twee verschillende waarderingen op hetzelfde moment ontstaan die, of de crowdfunders, of de andere investeerders zouden benadelen afhankelijk van welke waardering hoger zou liggen. Deze werkwijze is gebruikelijk en wordt ook voor andere financieringsvormen gebruikt dan enkel crowdfunding, zoals in de financieringsronde van Bedrijf X ook het geval was (Alemany & Andreoli, 2018). De ronde bestond uit één investeringsfonds dat de rol als lead-investeerder vervulde, één financieringsfonds dat volgde en de crowdfundingcampagne die eveneens de specificaties van de ronde overnam van de lead-investeerder.

"Er moet een lead-investeerder aanwezig zijn op hetzelfde moment als de crowd. Dit omdat wij als platform niet konden tussenkomen in de waardebeoordeling en de aandelenprijs. Daarom moest dat altijd lopen via een lead-investor die dan voor hem de aandelenprijs onderhandelde en dan via het volgrecht konden dan onze investeerders dezelfde voorwaarden krijgen." - PY

In bovenstaand citaat van PY werd de reden uitgelegd waarom Platform Y enkel dossiers aanneemt die reeds een lead-investeerder gevonden hebben. Bij Bedrijf X was dat geen probleem zoals volgende reactie van BX duidelijk maakt: *"We hadden al de commit van een aantal fondsen voor een bepaald bedrag. Dus die crowdfunding dat was een beetje de kers op de taart."* Toch ondervinden niet alle bedrijven dergelijk gemak bij het vinden van een lead-investeerder. PY wist te vertellen dat het niet in elke case zo evident is als in deze van Bedrijf X: soms is er een potentieel project dat komt aankloppen bij het platform, maar is er nog geen lead-investeerder aanwezig. Hierdoor kan er enige tijd over het hele proces gaan aangezien er vooreerst nog een investeerder gevonden moet worden die de aandelenverhouding en -prijs kan bepalen voordat het platform haar volgrecht kan uitoefenen.

De VC stak in deze financieringsronde dus een aanzienlijk groter bedrag in het project. Daarbij kwam ook nog dat deze lead-investeerder het moest kunnen verdragen dat er een rechtspersoon naast hem stond die een relatief klein bedrag investeert. Het grootste verschil tussen beiden is de mate van betrokkenheid. Een vertegenwoordiger van het VC-fonds kreeg, zoals meestal het geval is in dergelijke situaties, een plaats binnen de raad van bestuur om zo zijn investering te kunnen monitoren en er maximale winsten mee trachten te bereiken. De crowdfunders worden vertegenwoordigd door de CEO van het operationele bedrijf en hebben dus geen eigen plaats in de raad van bestuur.

Doordat er reeds een grote *commitment* was van de kant van de investeringsfondsen werd het kleine bedrag dat nog extra opgehaald werd via crowdfunding zeer snel opgehaald. BX beschreef het als een creatie van '*a sense of urgency*' waardoor mensen snel nog willen instappen voordat de ronde vol zit en de opportuniteit verloren is. De snelheid van het opvullen van de ronde kan een bewijs zijn van de theorie van Pecorino (2015) die zegt dat kleine investeerders vaak noch de middelen, noch de tijd hebben om grondige due diligence uit te voeren (Pecorino, 2015). Daarnaast verwacht men ook dat er minder due diligence nodig is aangezien een aanzienlijke investering van een VC-fonds of een ander fonds een duidelijk positief signaal geeft. Doordat zij een veel grotere exposure hebben, wordt beredeneerd dat zij werkelijk geloven in de gezondheid en het winstpotentieel van de onderneming (Agrawal et al., 2016).

Het combineren van crowdfunding met een andere financieringsvorm wordt dus zeker als voordelig beschouwd. Het omzeilt de moeite om als crowdfundingplatform een eigen waardering te doen om te bepalen aan welke prijs de aandelen voor de crowdfunders verkocht moeten worden. Ook geeft het een positief signaal aangezien de VC of een andere grote financier sterk vertrouwen toont in de onderneming door hun grotere exposure. Het grootste verschil tussen de grote fondsen en de kleine crowdfunders is hun betrokkenheid post-investering.

Financieringsvehikel

De crowdfunders werden gepoold in een, toen nog bestaande, CVBA. Ook dit is een van de vereisten volgens de werking van Platform Y. Het Belgisch recht voorzag op dat moment ook de mogelijkheid om investeerders samen te zetten in een BVBA, stichting, maatschap of een bedrijfstak van de onderneming zelf (Colaert, Keirsbilck, Terry, & Vananroye, 2018). Personen die geïnteresseerd waren om te investeren in het bedrijf moesten bereid zijn om hun stemrechten af te staan aangaande de aandelen die zij wilden kopen. Hierdoor moesten ze dus een genoeg nemen met de economische rechten die aan aandelen verbonden zijn, zijnde een mogelijke kapitaalwinst en dividenduitkering.

Daarnaast is de CEO van het operationele bedrijf, hier Bedrijf X, tevens de CEO en zaakvoerder van het vehikel, hier een CVBA. Ten gevolge hiervan is er geen vertegenwoordiging van de crowdfunders in de raad van bestuur aangezien zij '*vertegenwoordigd*' worden door de CEO van Bedrijf X. Zowel het bedrijf als het platform bevestigen dat dit de gebruikelijke gang van zaken is aangezien de andere opties zeer veel extra (administratief) werk en kosten met zich mee brengen. BX haalde als tegenvoorbeeld aan dat er telkens, aan aandeelhouders met stemrecht, een uitnodiging gestuurd zou moeten worden voor elke algemene vergadering, elke bestuurdersbenoeming, elke statutenwijziging, elke goedkeuring van de jaarrekening, enzovoort. Dat zou veel onnodig werk zijn aangezien de gemiddelde crowdfunder slechts voor veel minder dan 0,5% in het kapitaal zit in het geval van Bedrijf X. Dit wil zeggen dat zij toch weinig significante macht zouden kunnen uitoefenen als zij wel naar de vergaderingen enzovoorts konden gaan mét stemrecht. PY wist zelfs te vertellen dat, aangezien het minimumbedrag bij hen slechts €25 bedraagt, zij merkten dat het gemiddelde geïnvesteerde bedrag per investeerder zeer laag ligt. "*€100 is vaak al veel*", gaf PY aan. Dit bevestigt de cijfers die het onderzoek van de FSMA concludeerden (FSMA, 2017). Daarnaast hebben dergelijke kleinschalige investeerders vaak niet de kennis en expertise om structureel mee te werken aan de dagelijkse gang van zaken aangezien veel crowdfunders het profiel hebben van iemand die '*eens een*

keertje wil investeren in een startup' en dus slechts 'eens wil zien wat het geeft' als ze in het kapitaal instappen. Natuurlijk gaat dit niet over alle crowdfunders. Er zitten ook profielen bij die grotere bedragen investeren, tot zelfs maximale individuele bedragen van €1000 per investeerder. Hoewel er grote verschillen zijn tussen de omvang van de individuele investeringen hebben alle crowdfunders dezelfde doelstelling: winst maken.

Vervolgens werd gekeken naar hoe de individuele belangen van de investeerders dan geuit konden worden als alle crowdfunders gepoold zitten in een CVBA of in een andere gebruikelijke vennootschapsvorm. BX maakte een vergelijking met een mini-beursgang toen ik deze vraag stelde: *"Als je morgen aandelen koopt van Umicore, waarom doe je dat dan? Niet om op die algemene vergadering te gaan zitten, niet om vragen te stellen, niet om te stemmen, ook al kan je dat volgens de letter van de wet natuurlijk doen. Maar je bent daar omdat je hoopt dat de waarde van dat aandeel stijgt, omdat je hoopt dat dat aandeel vroeg of laat eens een dividend uitkeert. Dus je zit daar puur voor economische, puur voor monetaire belangen."* Voor het bedrijf is deze pooling dus eerder voordelig aangezien zij fondsen ontvangen zonder rekening te moeten houden met het verspreid aandeelhouderschap of de stemrechten van crowdfunders. En ook PY bevestigde dit: *"Dat is ook voordeliger (voor de ondernemer), anders moet de ondernemer ook nog verantwoording afleggen en kunnen investeerders zich eigenlijk moeien in de dagelijkse gang van zaken. Dus ik denk dat het vooral in het voordeel van de ondernemer was om die toch te groeperen in een vennootschap."* Volgens deze denkwijze moeten crowdfunders die voor nog geen halve procent in het kapitaal zitten ook niet de volledige, gedetailleerde communicatie meekrijgen, maar volstaat de regelmatige nieuwsbrief en gepubliceerde jaarrekeningen. Later meer over deze post-investering communicatie.

Als laatste in dit subonderdeel werd gekeken hoe de uitkeringen van dividenden naar de aandeelhouders zou lopen als er gewerkt wordt met een financieringsvehikel. Echter gaven zowel BX als PY aan dat er zelden dividenden uitgekeerd worden door startups, de grootste doelgroep voor financiële crowdfunding. De correcte werking van deze transactie kon dus door geen van beiden uitgelegd worden en is zeker niet van toepassing op de single case in kwestie aangezien zij na slechts 5 jaren de boeken moesten sluiten en tot dat moment geen dividenden uitkeerden.

Pre-investeringen

Voordat bepaald kan worden welke informatie Bedrijf X moet vrijgeven aan potentiële investeerders, zullen zij eerst bekeken moeten worden door Platform Y (preselectie) (Agentschap Innoveren en Ondernemen, 2019). PY gaf aan met een zeer ruwe schatting dat slechts 5% van de aanvragen effectief het bekijken waard is. Mogelijk is dit het gevolg van hun zeer makkelijke procedure om een aanvraag in te dienen. Ook vallen in deze fase alle bedrijven en projecten af die niet aan de standaardcriteria van het platform voldoen. Het eerste criterium is dat de kredietvrager een vennootschap is, dus enkel een BV, NV of CV wordt aanvaard. Ondanks de communicatie van dit criterium, ondervond PY dat er regelmatig nog eenmanszaken, VOF's of privépersonen hun kans waagden. Het volgende criterium past Platform Y toe omdat zij eerder focussen op groeifinanciering. Zij vragen namelijk om reeds twee jaarrekeningen te kunnen voorleggen met in het recentste jaar een omzet van minstens €500.000. Dit laatste criterium hebben ze echter pas opgenomen nadat zij hun focus verlegd hebben naar het enkel aannemen van lending-dossiers, om op die manier een

lagere kans op wanbetaling na te streven. Bedrijf X zat in deze fase nog ver van dergelijke omzet wat aantoont dat het tweede criterium nog niet aan de orde was in 2015.

Bedrijven die door de eerste selectieronde geraken worden daarna gescreend door de medewerkers van Platform Y. PY gaf ook hier een ruwe schatting en wist te vertellen dat ongeveer 1% van alle aanvragen het werkelijk tot een campagne halen. In deze tweede ronde zal vooral gekeken worden naar de kans op slagen van de campagne, die bepalend is voor het al dan niet *live* zetten ervan. Echter moet er wel een opmerking vermeld worden bij deze schattingen van percentages. Dit zijn namelijk de cijfers voor een directe applicatie via het platform. Het is ook mogelijk, omdat Platform Y verbonden is met een financiële instelling, dat bedrijven worden doorgestuurd door het kantorennet omdat hun profiel beter zou passen bij een crowdfundingcampagne dan bijvoorbeeld bij een banklening. Op deze manier weet Platform Y beter wie hen aanspreekt, doordat deze bedrijven al bekeken werden door de financiële instelling of daar reeds een verleden hebben, en ligt het acceptatiepercentage hoger.

De enkele bedrijven per jaar die deze schiftingrondes halen, zullen gevraagd worden een uitgebreid document op te stellen om hun project voor te stellen aan potentiële investeerders en zullen daarnaast extra gescreend worden door een extern ratingbureau. Het ratingbureau in kwestie deelt alle bedrijven in in vier categorieën: van zeer grote tot zeer lage kans op succes. Het nut hiervan werd door PY uitgelegd: *"Eigenlijk doen we dat vooral voor onze investeerders, want als je 10 deals lanceert en je kan daar telkens die score bijzetten, dan hebben onze investeerders misschien wel zo'n beetje een objectievere maatstaf (in het vergelijken van investeringsopportuniteiten)"*. Belangrijk is wel om te melden dat Platform Y nergens advies geeft aan haar investeerders: zij fungeert enkel als tussenpersoon, een zogenaamd *execution-only* platform. Het platform monitort echter wel in het opstellen van het document en de presentatie naar potentiële investeerders toe. Hierbij controleren zij bijvoorbeeld de gecommuniceerde teksten en geven ze tips om de kans op succes te vergroten. Een voorbeeld van dergelijke tips is dat potentiële investeerders veel aandacht besteden aan volgende aspecten van de presentatie: team, financiën, video van pitch, mijlpalen en distributiemodel. Door dergelijke tips kan het slaagpercentage van een crowdfundingcampagne vergroot worden.

De vijf bovenvermelde aspecten zijn slechts een onderdeel van het groter document waarmee het project wordt voorgesteld aan de potentiële investeerders. Platform Y voorziet een template dat gebruikt werd door Bedrijf X om een aantrekkelijke en volledige presentatie te verzorgen. In bijlage 1 wordt er een opsomming gemaakt van de punten die besproken werden in de voorstelling van Bedrijf X. BX vergeleek de presentatie die zij maakten met een mini-prospectus, wat volgens hem niet anders is dan deze voor een andere financieringsvorm. Het grote verschil is echter wel dat deze mini-prospectus voor iedereen openbaar zal zijn wanneer het project aangeboden wordt op Platform Y. Voor een startup is dergelijke actie zeer nadelig. Dit soort publieke communicatie kan ervoor zorgen dat hun unieke ideeën en gevoelige informatie weggekaapt worden door concurrenten. Een voorbeeld van deze gevoelige informatie is de *pre-money* waardering. *"Normaal gezien is dat zeer confidencieel."*, wist BX te vertellen.

De presentatie die door het bedrijf voorgelegd wordt, kan ook per onderdeel bekeken worden (Bijlage 1). Hier vindt men verschillende acties terug die het bedrijf kan ondernemen om te trachten asymmetrische informatie te verminderen. Hier is een duidelijke overeenkomst van de literatuur terug te vinden. In het eerste deel van de mini-prospectus worden de details van de financieringsronde besproken. Hier worden cijfers vermeld als de *pre-money* waardering en het op te halen bedrag. BX gaf toe dat het initiële doelbedrag bewust lager gelegd werd om sneller meer investeerders aan te trekken uit schrik dat zij de opportuniteit zouden missen, wat de theorie bevestigt die zegt dat een lager bedrag een hogere slaagkans heeft (Mollick, 2014). Een andere reden om het bedrag lager te leggen was om nadien te kunnen melden dat de doelstelling ver overschreven werd en zo extra PR te behalen. In het op te halen bedrag merkt PY op dat verschillende projecten overoptimistisch durven zijn en een te hoog bedrag verzoeken (Neuberger, 2004). Hier zal het platform waarschijnlijk een tegenvoorstel doen om het bedrag te verlagen of het grote bedrag in verschillende campagnes op te splitsen zodat het bedrijf ondertussen tijd heeft om zich te bewijzen. Naast overoptimisme, zorgt het achterhouden van informatie pre-investering ook voor informatieasymmetrie. PY vertelt dat bedrijven de algemene voorwaarden ondertekenen waarin gesteld wordt dat bedrijven een waarheidsgetrouw beeld moeten voorleggen en dus geen belangrijke informatie mogen verzwijgen. BX vertelde daarentegen dat er alleen vereiste informatie gecommuniceerd werd naar de potentiële investeerders. Details zoals welke plannen of strategieën wel of niet werken worden intern besproken tijdens vergaderingen waar de VC wél aanwezig is, maar de crowdfunders niet .

"Ik werk op een need-to-know-basis, wij gaan geen oversharing doen naar de buitenwereld. Geen enkel bedrijf ter wereld doet dat." – BX

Wanneer verder gekeken wordt naar de presentatie van Bedrijf X, treft men als volgende opmerkelijke rubriek het financieel plan aan. Dit bestaat deels uit historische cijfers en deels uit prognoses over de toekomst. Dit is een tweede rubriek waar regelmatig overoptimistische cijfers gegeven worden door de bedrijven volgens PY. Dit omdat het moeilijker te controleren valt aangezien niemand de toekomst kan voorspellen. Daarom stelt platform Y zich, volgens betrouwbare externe partijen, eerder streng op en dat bevestigt PY ook. Dit toont onder andere duidelijk aan dat het zeer moeilijk is frauduleuze projecten of *lemons* te lanceren op het platform, wat het goede nieuws van Fleming (2016) bevestigt (Fleming & Sorenson, 2016).

Een volgend onderdeel dat in de literatuur aandacht kreeg was de *trackrecord* van de CEO of oprichters (Ahlers et al., 2015). De CEO van Bedrijf X is iemand die zeker niet schuw is van de media. Hijzelf had bij de start van Bedrijf X reeds verschillende managementervaringen bij andere bedrijven en was zeer thuis in de sector waarin Bedrijf X actief was. Hierdoor kon hij sociale kredietwaardigheid opbouwen die potentiële investeerders meer vertrouwen kunnen geven (Torabi & Mirakhor, 2018). De overige twee founders, de appontwikkelaar en de CCO, waren minder ervaren ondernemers. Desondanks kon meer dan genoeg PR gewonnen worden door de bekendheid van de CEO zelf.

Het volgende punt dat in de literatuur werd aangehaald als een positief signaal is het communiceren van mogelijke risico's (Mollick, 2014). Ook hier werd een categorie voor aangemaakt door Platform

Y om Bedrijf X toe te laten haar belangrijkste disclaimers te communiceren. Voorbeelden van dergelijke risico's zijn het verlies van een contract met leveranciers, een nieuwe concurrent die toetreedt tot de markt, de vraag die uitblijft, enzovoort. Van elk risico wordt eveneens de mate van waarschijnlijkheid aangegeven en de acties die ondernomen werden om het risico te vermijden. Dit bevestigt dus de literatuur die stelt dat disclaimers gecommuniceerd worden als positief signaal naar potentiële investeerders toe (Ahlers et al., 2015).

Een onderdeel waar Haeussler (2014) aandacht aan besteedde, is het positief signaal naar potentiële investeerders dat patenten met zich meebrengt (Haeussler et al., 2014), (Farre-Mensa et al., 2019). Platform Y voorziet ook hier een onderdeel voor in de template van haar mini-prospectus. Echter blijkt software moeilijk te patenteren, waardoor de app niet beschermd werd. Bedrijf X gaf onder deze rubriek wel een interessant alternatief, namelijk langetermijncontracten met leveranciers. Dit geeft eveneens een competitief voordeel ten opzichte van concurrenten doordat in deze contracten exclusiviteit werd afgesproken tussen leveranciers en Bedrijf X. Dergelijke informatie geeft eveneens een positief signaal naar de potentiële investeerders toe.

De laatste twee punten die vermelding verdienen zijn de roadmap en een exit-plan (Ahlers et al., 2015). Beide aspecten geven een duidelijk signaal aan potentiële investeerders en worden daarom ook opgenomen in de *template* van Platform Y. De roadmap van het bedrijf kan teruggevonden worden onder het onderdeel 'Mijlpalen' waarin alle belangrijke geplande en verwachte gebeurtenissen opgesomd worden (Bijlage 1). Voorbeelden van dergelijke mijlpalen zijn het afsluiten van de financieringsronde, een bepaald aantal gebruikers behalen, een lancering van een (nieuw) product, enzovoort. Dergelijke informatie kan de potentiële investeerder een idee geven van de chronologie en toekomstige plannen van Bedrijf X en worden dus als positief ervaren. Volgens Ahlers (2015) geeft naast de roadmap ook het *exit*-plan een positief signaal naar investeerders toe (Ahlers et al., 2015). PY gaf aan dat vele bedrijven een verkoop aan een grotere speler of concurrent aangeven als beste exit-mogelijkheid. Dit was niet anders voor Bedrijf X. Zij geven aan dat deze mogelijkheid haalbaar was op middellange termijn. Het communiceren van de verwachte exit-mogelijkheid is zeer belangrijk voor investeerders aangezien startups zich bevinden in de illiquide markt van private bedrijven.

In deze casestudy van Bedrijf X werden dus verschillende acties die ondernemingen kunnen ondernemen om asymmetrische informatie te vermijden uit de literatuur bevestigd. Deze bedroegen onder andere het communiceren van een financieel plan, *trackrecord* van de CEO, disclaimers, exclusiviteit met leveranciers door langdurige contracten, een roadmap en een exit-plan. Een overzicht van alle acties die beide partijen pre-investering kunnen ondernemen om asymmetrische informatie tegen te gaan wordt gegeven in bijlage 2. In bijlage 3 worden ook alle bevonden signalen opgesomd ter overzicht.

Post-investering

Naast het kijken naar de acties die pre-investering ondernomen worden, werd er eveneens gekeken naar de rollen die beide partijen post-investering invulden en hoe de communicatie in deze fase verliep. Direct na de afsluiting voorzag het platform een aandeelhouderslijst van alle investeerders

die ingetekend en gestort hebben. Daarnaast voorzag Platform Y na het afronden van de investeringen een module die het bedrijf toeliet om berichten door te geven aan al haar investeerders via het platform. De frequentie van deze communicatie werd nog licht opgevolgd door het platform, maar daar stoppen de taken van het platform post-investering eigenlijk reeds aangezien zij zichzelf als *execution-only* platform profileren. PY vertelde dat het platform redelijk streng is op het gebruik van deze module omdat zij motiveren om voldoende communicatie te behouden tussen bedrijf en aandeelhouders. Bedrijven die dit minder frequent doen, zullen door het platform aangespoord worden om dat wel te doen. BX vertelde echter: "*we hebben daar een paar updates gedaan, maar niet heel veel*", wat aantoont dat er voor Bedrijf X eerder weinig incentive was om veel te communiceren met de crowdfunders.

Zoals reeds vermeld, is er een groot verschil aan betrokkenheid post-investering tussen de crowdfunders en de VC. Dit heeft ook haar implicaties op de informatievoorziening in deze fase. Omdat de VC's een plaats in de raad van bestuur vertegenwoordigen, hebben zij toegang tot alle informatie: extern en intern. "*Je VC zit in de raad van bestuur he. In de raad van bestuur wordt natuurlijk alles besproken, al het goede nieuws, al het slechte, allez ... alles*", vertelde BX. Ook zullen zij vaak elk detail kunnen navragen waardoor zij zelden in het ongewisse gelaten zullen worden. Zoals reeds kort aangehaald, ligt dit heel anders voor de crowdfunders: zij worden vertegenwoordigd door de CEO in de raad van bestuur en krijgen enkel sporadisch updates en nieuwsbrieven toegestuurd via het platform, weinig tot geen interne informatie en details dus. Volgens BX is dat niet nadelig. Zoals eerder aangehaald, hebben crowdfunders en investeringsmanagers van bijvoorbeeld een VC-fonds heel verschillende profielen. Crowdfunders missen vaak de kennis, expertise en de juiste middelen om bepaalde informatie correct te kunnen verwerken en om te gaan met bepaalde risico's of uitdagingen van dergelijke investeringen (Freear et al., 2002).

Zonder gedetailleerde informatie is het zeer moeilijk voor crowdfunders om een idee te hebben over de gezondheid van hun investering. Wanneer dit probleem gecombineerd wordt met het gebrek aan liquiditeit in de markt van startups, merkt men dat er eigenlijk weinig tot geen manieren zijn om te zien of de investering in waarde stijgt of daalt. Dit is een groot verschil met het handelen op een publieke aandelenmarkt waar de aandeelprijs continu berekend wordt en de liquiditeit aanzienlijk hoger ligt. Crowdfunders kunnen pas bij een volgende financieringsronde of bijvoorbeeld bij een verkoop van de onderneming erachter komen wat hun aandeel waard is.

Daarnaast konden beide partijen de theorie van Mollick (2014) bevestigen door aan te geven dat crowdfunding inderdaad een sterke PR- of marketing-functie heeft (Mollick, 2014). Post-investering zorgt het beroep doen op de bevolking dat je bedrijf een zeer grote reikwijdte heeft door middel van mond-tot-mondreclame. Crowdfunders worden op die manier ingezet als ambassadeurs. Volgens BX is dit een zeer goedkope manier van marketing omdat het zelfs geld opbrengt in plaats van dat het de onderneming zou kosten.

Over het algemeen komen post-investering de grote verschillen tussen VC's en crowdfunders naar boven, vooral in de mate van betrokkenheid en informatievoorziening. Een VC kan veel nauwer betrokken zijn door zijn plaats in de raad van bestuur, terwijl crowdfunders slechts vertegenwoordigd

worden door de CEO. Dit en de illiquiditeit van de markt zorgen ervoor dat crowdfunders enkel kunnen gissen naar de evolutie van hun investering. Voor het bedrijf vervullen de crowdfunders een extra rol, namelijk die van ambassadeur, wat zorgt voor sterke mond-tot-mondreclame. Het platform is in deze fase weinig actief en voorziet enkel een communicatiemodule voor het bedrijf. Een visueel overzicht van de acties die beide partijen post-investering kunnen ondernemen wordt gegeven in bijlage 4.

Succes van equity crowdfunding

Elke financieringsmethode heeft haar voor- en nadelen, ook equity-crowdfunding. Volgens Platform Y waren deze nadelen veeleer aanwezig dan de voordelen en besloten ze daarom vanaf 2019 officieel geen aandelendossiers meer aan te nemen. PY gaf aan dat er twee grote drempels waren bij equity-aanvragen. Eerst en vooral wordt er telkens maar voor een zeer klein bedrag geïnvesteerd per individu, dat zo laag als €25 kan liggen. Dat is positief voor potentiële investeerders, maar niet voor het platform, noch voor het bedrijf. Volgens PY wordt equity-crowdfunding daardoor niet echt gezien als een alternatief voor traditionele beleggingen. Als tweede komt er veel administratieve last bij kijken: opstellen van een mini-prospectus, oprichten van een financieringsvehikel en het vinden van een lead-investeerder. Dit gaat hand-in-hand met de hoge transparantie die vereist is om investeerders aan te trekken. BX haalde meermaals aan dat een startup liefst zoveel mogelijk informatie voor zichzelf houdt. Omdat men beroep doet op het publiek zal iedereen deze informatie kunnen raadplegen. Dit in tegenstelling tot prospectussen die opgemaakt worden voor bijvoorbeeld een VC die strikt achter gesloten deuren behandeld worden.

Een van de andere mogelijke verklaringen die het uitblijven van de vraag naar equity-dossiers bij potentiële investeerders kan verklaren is de illiquide markt waarin deze aandelen verhandeld worden. Startups zijn private bedrijven wiens aandelen enkel verkocht kunnen worden als er effectief een overnamebod komt, of wanneer het bedrijf publiek gaat, of wanneer de aandelen teruggekocht worden door de oprichters. Deze opties zijn meestal enkel voor de meeste succesvolle startups weggelegd en zorgen ervoor dat investeerders in projecten van equity-crowdfunding vaak met een onverkoopbaar aandeel blijven zitten. Dit maakt de financieringsvorm niet aantrekkelijk voor investeerders. Aan de andere zijde van de transactie, dus bij de onderneming, werd opgemerkt dat de successfee van het platform relatief hoog ligt in vergelijking met andere financieringsvormen. BX vergeleek hier met een M&A-transactie: *"Als je kijkt naar gemiddelde M&A-boetiek, die je helpt met een ronde van \$5 miljoen, die vragen een successfee van 3% of misschien 4%. Het is niet normaal dat je 8% moet afstaan van dat verhaal."* Dit aspect maakt het minder aantrekkelijk voor de bedrijven zelf, waarbij BX zelfs aangaf dat crowdfunding pas een *last resort* is voor de meeste bedrijven. Een laatste punt dat duidelijk werd uit de interviews was dat niet-gespecialiseerde investeerders eerder willen investeren in bedrijven met bewezen businessplannen, dus bedrijven met een gunstiger risicoprofiel. Dit verklaart mogelijk de focus van Platform Y op lending-dossiers in groeifinanciering.

Natuurlijk heeft equity-crowdfunding ook voordelige aspecten. Het is, zoals eerder vermeld, een zeer goedkope manier van PR aangezien er zelfs geld mee opgehaald wordt. Dergelijke campagnes brengen veel mond-tot-mondreclame met zich mee waardoor investeerders geprofileerd worden als

ambassadeurs van het merk. Wanneer naar de case van Bedrijf X gekeken wordt, zorgt dit toch voor net geen 200 investeerders die graag het bedrijf zien slagen en er daarom alle baat bij hebben om het merk/product te promoten in zijn of haar omgeving. Hierdoor is equity-crowdfunding het meest succesvol voor B2C-ondernemingen die een tastbaar, *low-tech* product kunnen aanbieden, "*waarbij dat je sowieso al een trouwe basis van fans moet creëren.*", aldus BX. Daarnaast kwamen nog enkele andere voordelen naar voren in dit onderzoek. Doordat de aandelen uitgegeven worden zonder stemrecht, is het een manier van fondsenverwerving zonder dat de macht van de oprichters moet inboeten. Ook is het een zeer snelle manier van financiering. PY gaf aan dat een campagne reeds tussen de 6 à 8 weken afgerond kan zijn, van initiële screening tot volledige intekening. Naast de snelheid is het feit dat er zeer vroeg in de levensfase van een onderneming beroep gedaan kan worden op equity-crowdfunding ook voordelig (Alemany & Andreoli, 2018). Ook dit bewees Bedrijf X, aangezien zij op moment van verwerving nog geen werkende app hadden.

Conclusie

Conclusie

Met deze studie werd getracht het crowdfundingproces bij Belgische platformen en Belgische ondernemingen in kaart te brengen om zo de asymmetrische informatie weer te geven en erachter te komen hoe platformen en bedrijven dergelijke marktimperfecties tegengaan. De focus op positieve signalen naar potentiële investeerders toe komt in elk aspect van deze thesis terug en er konden verschillende resultaten uit de literatuur bevestigd worden. Cofinanciering was het eerste signaal dat getoetst werd aangezien dit vertrouwen biedt aan crowdfunders in het winstpotentieel van het project of het bedrijf in kwestie door de grotere exposure van bijvoorbeeld een VC (Alemany & Andreoli, 2018). Mede hierdoor nam Platform Y cofinanciering op als een verplicht criterium voor een campagne. Een tweede aandachtspunt van de literatuur is het gebruik van een financieringsvehikel waarin crowdfunders worden *gepooled* (Walthoff-Borm et al., 2018). Ook dit is een criterium van Platform Y, maar het heeft vooral voordelen voor het bedrijf en niet voor de investeerders. Het zorgt zelfs voor een verhoging van informatieasymmetrie doordat equity-crowdfunding meestal aandelen zonder stemrecht zijn. Dit zorgt er op haar beurt weer voor dat crowdfunders geen vertegenwoordiging hebben in de raad van bestuur aangezien de CEO van de operationele vennootschap eveneens de CEO van het vehikel is.

Vervolgens werd de opsplitsing gemaakt tussen pre- en post-investering. Pre-investering kan er informatieasymmetrie optreden door overoptimisme of door het verzwijgen van negatieve informatie door de onderneming. Beide worden aangepakt door Platform Y doordat zij zich relatief streng opstellen naar aanvragers toe. Zo werden dus, tot nu toe, alle *lemons* opgemerkt en niet opgenomen door het platform. De bedrijven die de strenge schiftingsrondes wel halen kunnen beginnen met hun bedrijf te presenteren voor potentiële investeerders. In deze presentatie komen opnieuw verschillende signalen naar voren die de literatuur bevestigen. De presentatie kan worden opgebouwd door een template die Platform Y aanbiedt (Bijlage 1). Zowel PY als BX bevestigen het belang van het communiceren van het financieel plan, het trackrecord van de ondernemer(s), mogelijke disclaimers ('Risico's' in Bijlage 1), het bezitten van patenten, een roadmap ('Mijlpalen' in Bijlage 1) en een exit-plan ('Toekomstige financiering' in Bijlage 1). Een opmerkelijke uitbreiding aan de conclusies van de bestaande literatuur is het feit dat, naast patenten, ook langdurige contracten die exclusiviteit van samenwerking erkennen als positief worden bevonden. Dit zorgt, net als patenten, voor een competitief voordeel. Een laatste signaal dat in de case tot uiting kwam is het verkrijgen van een objectieve score van een extern ratingbureau waarmee Platform Y samenwerkt. Het geeft een objectiever beeld van het slaagpotentieel van ondernemingen en vergemakkelijkt de investeringskeuze van potentiële investeerders doordat zij een minimumscore kunnen bepalen die een investering moet hebben dat past bij hun investeringskarakter. Nadelig is wel dat het slechts een score van één tot en met vier betreft, wat mogelijk voor variatie in kwaliteit per scorecijfer kan zorgen. Een overzicht van alle acties die beide partijen pre-investering kunnen ondernemen om asymmetrische informatie tegen te gaan wordt gegeven in bijlage 2. In bijlage 3 worden ook alle bevonden signalen opgesomd ter overzicht.

Post-investering vervallen de taken voor het platform doordat zij enkel als tussenpersoon tijdens de campagne fungeren. Hun enige bijdrage in deze fase is een online communicatiemodule waarmee bedrijven naar hun crowdfunders kunnen communiceren. Wanneer bedrijven nalatig zijn in het gebruik hiervan, kan Platform Y aansporen om dit wel te doen. Dergelijke communicatie is nuttig omdat investeerders anders weinig terugkoppeling hebben naar informatie over de interne werking en de gezondheid van *hun* bedrijf. Ondanks deze communicatie is er weinig betrokkenheid te verwachten van crowdfunders, wat zeer anders is dan bij een VC. Dit komt mede doordat een VC een plaats heeft binnen de raad van bestuur en de crowdfunders niet. Voor de onderneming is dit echter positief doordat zij bijvoorbeeld bij het nemen van beleidsbeslissingen met een partij minder rekening moeten houden. Een visueel overzicht van de acties die beide partijen post-investering kunnen ondernemen wordt gegeven in bijlage 4.

Post-investering komt ook het grootste voordeel van crowdfunding pas tot uiting, namelijk haar PR- en marketing-functie. Crowdfunders fungeren hier als ambassadeurs doordat zij mond-tot-mondreclame verspreiden en zo voor een breder bereik van het bedrijf zorgen. Voor het bedrijf is dit nog beter dan gratis reclame aangezien zij zelfs gelden ophalen met een campagne. Daarnaast zijn er nog andere voordelen verbonden aan een equity-crowdfundingcampagne. Eerst en vooral is het relatief vroeg in de levenscyclus van een onderneming mogelijk: Bedrijf X had zelfs haar app nog niet online. Daarnaast is het een snelle manier van financieringsverwerving: volgens PY kan een volledige campagne op 6 à 8 weken reeds afgerond zijn. Als laatste zorgt het voor behoud van macht voor de aandeelhouders doorheen de campagne doordat het een uitgifte van aandelen zonder stemrecht is.

Door het in kaart brengen van het crowdfundingproces van Bedrijf X heen, kwamen ook verschillende nadelen tot uiting. Als eerste komt er een zware administratieve last kijken bij het voeren van een campagne (vb.: oprichten vehikel, opstellen presentatie, vinden lead-investeerder, enzovoort). Daarnaast wordt het niet gezien als een waardig alternatief voor een traditionele belegging en brengt het een te hoog risico mee voor particuliere beleggers. Dit hoog risico is deels te danken aan de illiquide markt waarin de startups zich bevinden. Als laatste is de kost voor de onderneming, hier in de vorm van een *successfee*, hoger in vergelijking met andere financieringsopties. Deze nadelen en het uitblijven van grote aantallen investeerders in equity-crowdfunding, heeft ervoor gezorgd dat Platform Y sinds 2018-2019 enkel nog focust op lending-dossiers. Dit zou ook kunnen verklaren waarom equity-crowdfunding in België weinig voet aan grond krijgt.

Praktische implicaties

Verschiedende resultaten kunnen een praktische impact hebben. Ik denk hierbij voornamelijk aan de voorbereidingen die bedrijven treffen voor hun campagne. Daarnaast levert de beschrijving van het crowdfundingproces van Bedrijf X een duidelijk voorbeeld voor ondernemers die overwegen om een platform aan te spreken over equity-crowdfunding. Dit kan zowel in de positieve als in de negatieve zin zijn. Door dergelijke beschrijving kan er meer geloof in de financieringsmethode ontstaan of er kan net vertrouwen worden verloren door bijvoorbeeld de duidelijke nadelen die deze thesis concludeerde.

Voor platformen kan het eveneens een voorbeeldfunctie invullen. Andere platformen kunnen inspiratie halen uit de werkwijze van Platform Y. Ook dit kan in een positieve en in een negatieve zin bekeken worden. Het kan bijvoorbeeld een goed idee zijn om eveneens te opteren voor een objectieve score van een extern ratingbureau, ingeval er een platform is die deze informatie nog niet aan haar investeerders aanbiedt. Daarenboven kan deze thesis inzicht geven in de stagnerende groei van equity-crowdfunding in België wat mogelijk nieuwe toetreders tot de markt kan motiveren of demotiveren. Ook zou een platform de opmerkingen van BX over de hoge *successfee* in acht kunnen nemen door bijvoorbeeld hun kostenstructuur te veranderen (Huijgens, 2015). Er zou een afweging gemaakt kunnen worden om investeerders toch kosten aan te rekenen, een soort *managementfee*, en de *successfee* voor ondernemingen lager te leggen zodat er meer projecten aangetrokken kunnen worden. Platform Y werkt eveneens met een vaste *successfee* voor haar lending-dossier, maar kan misschien overwegen deze te verlagen en een spread te vragen op de rentebetalingen (Smits, 2018). Dit zijn enkele inzichten die men in de praktijk kan meenemen uit deze thesis.

Beperkingen en aanbevelingen verder onderzoek

Deze thesis kent drie voornaamste beperkingen. Enerzijds werd er geopteerd voor het gebruik van een single casestudy ten gevolge van een gebrek aan instemmende respons. Hierdoor kon er geen vergelijking worden gemaakt met andere bedrijven of andere platformen, waardoor de resultaten enkel bekeken kunnen worden binnen de context van Bedrijf X en Platform Y. Ten tweede is Bedrijf X niet meer actief wegens een faillissement waardoor er geen data verzameld kon worden over mogelijke gevolgen meer dan 3 jaren na de campagne over onder andere de communicatie post-investering. Ten laatste werd er gekozen om geen investeerders te bevragen omdat het platform deels de crowdfunders kan vertegenwoordigen door ervaring uit meerdere projecten en nauw contact met haar investeerders.

De beperkingen van deze studie bieden mogelijkheden voor verder onderzoek. Er kan onder meer gekeken worden naar een vergelijking tussen verschillende campagnes binnen de Belgische context om te zien of de campagne van Bedrijf X geen *outlier* was. Daarnaast kan het nuttig zijn een breder onderzoek te voeren dat kijkt naar beide financiële vormen van crowdfunding, namelijk crowdlending én crowdfinance. Dergelijke verbreding kan meer cases opleveren waardoor een kwantitatieve studie mogelijk zou zijn die kijkt naar de impact van bijvoorbeeld *signaling* op de kans op succes. Dat kan nuttig zijn om dit soort theorieën statistisch te onderbouwen. Als laatste aanbeveling zou er gekeken kunnen worden naar een optimale kostenstructuur voor platformen doordat de hoge kosten een drempel zijn voor het aantrekken van nieuwe projecten. Dergelijk inzicht kan het uitblijven van de groei van crowdfunding in België potentieel omkeren.

Bijlagen

Bijlage 1: Template informatievoorziening aan Platform Y

Investeringsdetails	op te halen bedrag, kapitaalvertegenwoordiging, waardering bedrijf
U en uw onderneming*	nuttige informatie over onderneming + bedrijfspitch voor investeerders
Uw team*	samenstelling team en uitleg over hun bijdragen aan het project
Uw idee	uiteenzetting van businessidee
Uw troeven	uiteenzetting onderscheidende factoren
Marktpotentieel	schatting potentieel klantenbestand; trends in de markt
Marketingstrategie	uitleg hoe nieuwe klanten aangetrokken zullen worden
Distributiemodel*	manier om product in de markt te zetten en verkoopkanalen
Inkomstenmodel	hoe worden opbrengsten vergaard
Schaalbaarheid	toekomstige ontwikkelingsmogelijkheden
Operationeel plan	dagelijkse bedrijfsvoering en uiteenzetting operationele kosten
Bestemming opbrengsten	reden van ophalen van financiering
Financieel plan*	uiteenzetting financiële levensvatbaarheid
Mijlpalen*	belangrijkste stappen in de komende 3 jaren
Risico's	mogelijke risico's, hun impact en waarschijnlijkheid van voordoen
Toekomstige financiering	volgende rondes en impact investeerders deze ronde, exit

* : aangegeven door PY dat deze rubrieken het meeste belang krijgen bij potentiële investeerders

Bijlage 2: Mogelijke acties pre-investering

Acties platform	Acties onderneming
pre-screening	signaling (zie bijlage 3)
toelatingscriteria	financieringsvehikel
score van extern ratingbureau	cofinanciering
verplichting cofinanciering	lager op te halen bedrag
verplichting financieringsvehikel	schuld uitgeven
doorverwijzing vanuit verbonden kantorennet	
monitoren opstellen mini-prospectus	
adviesverlening aan onderneming	
contractueel vastleggen dat onderneming een waarheidsgetrouw beeld communiceert (algemene voorwaarden)	

Bijlage 3: Soorten signalen

Soorten signalen	
roadmap	trackrecord CEO / founders
financiële prospectus	disclaimers
exit-strategie	patenten / langetermijncontracten
pre-money waardering	structuur en samenstelling raad van bestuur

Bijlage 4: Mogelijke acties post-investering

Acties platform	Acties onderneming
voorzien aandeelhouderslijst	gebruik communicatiemodule
aanbod communicatiemodule	neerleggen jaarrekening
aansporen tot gebruik communicatiemodule	publiceren nieuwsbrieven en publieke nota's

Bronvermelding

- Agentschap Innoveren en Ondernemen, V. (2019). Crowdfunding. Retrieved from <https://www.vlaanderen.be/crowdfunding>
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2016). Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, 58(2), 111-124. doi:10.1525/cmr.2016.58.2.111
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. doi:10.1111/etap.12157
- Ahlstrom, D., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2018). New methods of entrepreneurial firm financing: Fintech, crowdfunding and corporate governance implications. *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 310-313. doi:10.1111/corg.12258
- Alemany, L. e., & Andreoli, J. e. (2018). *Entrepreneurial finance : the art and science of growing ventures*: Cambridge : Cambridge university press.
- Bank, K. (2020). Bolero Crowdfunding. Retrieved from <https://bolero-crowdfunding.be/nl>
- Belleflamme, P., Omrani, N., & Peitz, M. (2015). The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33, 11-28. doi:10.1016/j.infoecopol.2015.08.003
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50(2), 239-250. doi:10.1007/s11187-016-9826-6
- Bolero Crowdfunding Investeren. Retrieved from <https://bolero-crowdfunding.be/nl/investeer?data=yygpKSi20tdPys9JLcrXTS7KL09JK81LycxL10tK1c/LAQA%3D&page=5>
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing. *The Economic Journal*, 112(477), F54-F72. doi:10.1111/1468-0297.00683
- Colaert, V., Keirsbilck, B., Terryn, E., & Vananroye, J. (2018). *Ondernemingsrecht: een inleiding*. Oud-Heverlee: Alta.
- D O'Gorman, K., & MacIntosh, R. (2014). *Research Methods for Business and Management: A Guide to Writing Your Dissertation*. Oxford: Goodfellow Publishers, Limited.
- Dellarocas, C. (2006). Research Note: How Often Should Reputation Mechanisms Update a Trader's Reputation Profile? *Information Systems Research*, 17(3), 271-285. doi:10.1287/isre.1060.0092
- Douw & Koren, c. a. Crowdfunding in België 2016. Retrieved from <http://douwenkoren.nl/crowdfunding-onderzoek/crowdfunding-belgie-2016/>
- Douw & Koren, c. a. (2018). Crowdfunding in België 2017. Retrieved from <http://crowdfundingcijfers.be/crowdfunding-in-belgie-in-2017/>
- Estrin, S., Gozman, D., & Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding: entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics*, 51(2), 425-439. doi:10.1007/s11187-018-0009-5
- Farre-Mensa, J., Hegde, D., & Ljungqvist, A. (2019). What Is a Patent Worth? Evidence from the U.S. Patent "Lottery". *The Journal of Finance*. doi:10.1111/jofi.12867
- Fleming, L., & Sorenson, O. (2016). Financing by and for the Masses: An Introduction to the Special Issue on Crowdfunding. *California Management Review*, 58(2), 5-19. doi:10.1525/cmr.2016.58.2.5
- Flyvbjerg, B. (2006). Five Misunderstandings About Case-Study Research. *Qualitative Inquiry*, 12(2), 219-245. doi:10.1177/1077800405284363
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzal, W. (2002). Angles on angels: Financing technology-based ventures - a historical perspective. *Venture Capital*, 4(4), 275-287. doi:10.1080/1369106022000024923
- FSMA. Autoriteit voor Financiële Markten en Diensten. Retrieved from <https://www.fsma.be/nl>
- FSMA. CROWDFUNDING GROEIT GESTAAG IN BELGIË. Retrieved from <https://www.fsma.be/nl/news/crowdfunding-groeit-gestaag-belgie>
- FSMA. (2017). *Equity and debt-based crowdfunding in Belgium: Developments over the 2012 - 2017 period*. Retrieved from
- FSMA. (2019a). *Vergunning als Alternatieve-Financieringsplatform: Beknopte voorstelling van regels*. Retrieved from https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/NL/circ/fsma_2017_03-5_nl.pdf
- FSMA. (2019b). WELKE REGELS GELDEN ER ALS BIJ CROWDFUNDING EEN FINANCIERINGSVEHIKEL WORDT GEBRUIKT? Retrieved from <https://www.fsma.be/nl/faq/c1-welke-regels-gelden-er-als-bij-crowdfunding-een-financieringsvehikel-wordt-gebruikt>

- FSMA. (2020a). ALTERNATIEVE-FINANCIERINGSPLATFORMEN MET VERGUNNING IN BELGIË. Retrieved from <https://www.fsma.be/nl/list/alternatieve-financieringsplatformen-met-vergunning-belgie>
- FSMA. (2020b). REGELS OVER HET OPENBAAR AANBOD VAN BELEGGINGSINSTRUMENTEN. Retrieved from <https://www.fsma.be/nl/faq/regels-over-het-openbaar-aanbod-van-beleggingsinstrumenten>
- Haeussler, C., Harhoff, D., & Mueller, E. (2014). How patenting informs VC investors – The case of biotechnology. *Research Policy*, 43(8), 1286-1298. doi:10.1016/j.respol.2014.03.012
- Hornuf, L., Schmitt, M., & Stenzhorn, E. (2018). Equity crowdfunding in Germany and the United Kingdom: Follow-up funding and firm failure. *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 331-354. doi:10.1111/corg.12260
- Huijgens, F. (2015). *Geld in overvloed: over crowdfunding en 11 andere financieringsvormen*: Van Duuren Management.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kunieda, T., & Shibata, A. (2014). Credit Market Imperfections and Macroeconomic Instability. *Pacific Economic Review*, 19(5), 592-611. doi:10.1111/1468-0106.12085
- Lipsey, R., & Chrystal, A. (2015). *Economics* (13Th ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Merton, R. K. (1957). Priorities in scientific discovery: a chapter in the sociology of science. *American sociological review*, 22(6), 635-659.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.06.005
- Nag, R., Corley, K. G., & Gioia, D. A. (2007). The Intersection of Organizational Identity, Knowledge, and Practice: Attempting Strategic Change Via Knowledge Grafting. *Academy of Management Journal*, 50(4), 821-847. doi:10.5465/amj.2007.26279173
- Neuberger, A. (2004). Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications: Ricardo Bebczuk (Ed.); Cambridge University Press, Cambridge, 2003, 159 pages, paperback, ISBN 0-521-79732-2, £17.95 (US\$ 24.00); ISBN 0-521-79342-4, hardback, £47.50 (US\$ 65.00). In (Vol. 36, pp. 225-226): Elsevier Ltd.
- Wet tot regeling van de erkenning van de afbakening van crowdfunding en houdende diverse bepalingen inzake financiën., (2016).
- Wet op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, (2018).
- Palepu, K., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation: IFRS edition* (3 ed.). Andover: Cengage learning.
- Pecorino, P. (2015). Olson's "Logic of Collective Action" at fifty. *Public Choice*, 162(3/4), 243-262. doi:10.1007/s11127-014-0186-y
- Polzin, F., Toxopeus, H., & Stam, E. (2018). The wisdom of the crowd in funding: information heterogeneity and social networks of crowdfunders. *Small Business Economics*, 50(2), 251-273. doi:10.1007/s11187-016-9829-3
- Rombaut, S. (2019). Belgische langetermijnrente voor het eerst onder nul: wat betekent dat voor uw spaargeld? En voor uw woonkrediet? Retrieved from <https://www.vrt.be/vrtnws/nl/2019/07/02/belgische-tienjaarsrente/>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: a skill-building approach* (7 ed.). Chichester: Wiley.
- Shafi, K. (2019). Investors' evaluation criteria in equity crowdfunding. *Small Business Economics*. doi:10.1007/s11187-019-00227-9
- Signori, A., & Vismara, S. (2018). Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. *Journal of Corporate Finance*, 50, 575-591. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018
- Smits, F. (2018). CROWDFUNDING IN BELGIUM: THE BASICS EXPLAINED. Retrieved from <https://www.initio.eu/blog/2018/7/17/crowdfunding-in-belgium-the-basics-explained>
- SPREDS. (2020). SPREDS. Retrieved from <https://www.spreds.com/nl>
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*: sage.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. doi:10.7916/D8V12FT1
- Torabi, O., & Mirakhor, A. (2018). Controlling information asymmetry in equity crowdfunding. *Journal of Economic and Social Thought*, 5(1), 32. doi:10.1453/jest.v5i1.1610
- Vismara, S. (2016). Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. doi:10.1111/etap.12261
- Vismara, S., Paleari, S., & Ritter, J. R. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. *European Financial Management*, 18(3), 352-388. doi:10.1111/j.1468-036X.2012.00641.x
- Vlaio. Reglementair kader voor Crowdfunding. Retrieved from <https://www.vlaio.be/nl/begeleiding-advies/financiering/mogelijke-financieringsbronnen/crowdfunding>

- Vlajo. (2018). Soepelere regels voor crowdfundingacties. Retrieved from <https://www.vlaio.be/nl/nieuws/soepelere-regels-voor-crowdfundingacties>
- Walthoff-Borm, X., Vanacker, T., & Collewaert, V. (2018). Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 314-330. doi:10.1111/corg.12259
- What is the JOBS Act? Retrieved from <https://www.crowdfundinsider.com/what-is-the-jobs-act/>
- Wirtz, M. (2017). De wonderde wereld van crowdfunding.
- Younkin, P., & Kashkooli, K. (2016). What Problems Does Crowdfunding Solve? *California Management Review*, 58(2), 20-43. doi:10.1525/cmr.2016.58.2.20