

## Cryptovaluta, wel of niet onder toezicht?

Mw. mr. G.J. Brugman en mw. mr. M. Boulos Jaraisy, datum 06-06-2018

Cryptovaluta, het blijft een hype! En ondanks de negatieve publiciteit nemen de investeringen daarin toe. Uit recent onderzoek blijkt ongeveer een half miljoen Nederlandse huishoudens cryptovaluta te bezitten.<sup>[1]</sup> Het beleggen in cryptovaluta is niet zonder risico. Daarom waarschuwen zowel de nationale als de Europese toezichthouders steeds voor de risico's die zijn verbonden aan investeren in cryptovaluta. Daarnaast trekken de cryptovaluta ook veel gelukszoekers aan, omdat cryptovaluta niet onder toezicht zouden vallen. Of, en in hoeverre dat zo is, wordt in deze bijdrage behandeld.

Wij zullen eerst kort beschrijven wat cryptovaluta zijn en de risico's in geval van investeren hierin. Vervolgens zullen wij ingaan op de juridische kwalificatie van cryptovaluta en andere producten met cryptovaluta als onderliggende waarde. Daarna zullen wij enkele activiteiten rondom cryptovaluta bespreken en een aantal activiteiten noemen die onder de reikwijdte van de Wet op het financieel toezicht (Wft) zouden kunnen vallen. Als laatste volgt een conclusie.

### Wat is cryptovaluta?

Onder cryptovaluta worden zogenaamde 'coins' en 'tokens' verstaan. Coins opereren via hun eigen blockchain, zoals bitcoins en ether(eum). Het zijn dus valuta die enkel worden gebruikt op hun eigen platform. Een token wordt aangemaakt op een reeds bestaande blockchain (bijvoorbeeld op het Ethereum-platform) en wordt in het algemeen uitgeven met een specifiek doel. Een token kan voorts meerdere functies hebben dan alleen dat van betaalmiddel. Het belangrijkste verschil tussen een coin en een token zit dus in de structuur. Coins zijn afzonderlijke valuta en hebben hun eigen blockchain, terwijl tokens op een al bestaande blockchain worden gecreëerd. Tokens zijn daarom afhankelijk van de functionaliteiten van de bestaande blockchain, terwijl coins zelf hun eigen blockchain verder kunnen ontwikkelen. Een belegger kan investeren in zowel coins en tokens. Omwille van de toegestane lengte van dit artikel, laten wij tokens buiten beschouwing. Als hiernavolgend wordt gesproken over cryptovaluta, dan beperken wij ons tot coins.

Cryptovaluta zijn, anders dan hun naam suggereert, geen valuta's. De bedenker van bitcoin, een onbekende onder de naam Satoshi Nakamoto, legt zijn uitvinding, in een document genaamd 'Bitcoin: A Peer-to Peer Electronic Cash System' als volgt uit:

"A purely peer-to-peer version of electronic cash would allow online payments to be sent directly from one party to another without going through a financial institution."

Dit zijn derhalve producten waarmee de gebruikers betalingen aan anderen verrichten zonder tussenkomst van derden, zoals financiële instellingen en overheden (*peer-to-peer*-transacties).

### Risico's verbonden aan beleggen in cryptovaluta

Aan het beleggen in cryptovaluta is een groot aantal risico's verbonden, zoals het gegeven dat cryptovaluta kwetsbaar is voor cybercrime en dat de aanbieders van cryptovaluta deze voor frauduleuze doeleinden kunnen gebruiken. Ook de volatiliteit maakt cryptovaluta een risicovolle belegging, die niet geschikt is voor iedere belegger. Het grootste risico is echter – naar onze mening – dat in de meeste gevallen aan de belegger geen bescherming zal toekomen op grond van de Wft. Denk bijvoorbeeld aan de *Know your customer*-verplichting, *best execution*-verplichting, de verplichting om adequate informatie te verschaffen over de kenmerken van een product en de prudentiële regels, waaronder de solvabiliteitsvereisten, eigenvermogenvereisten, integere bedrijfsuitoefening en vermogensscheiding.

Het ontbreken van beleggersbescherming kan als gevolg hebben dat de belegger in dergelijke gevallen transacties in cryptovaluta aangaat die voor hem niet geschikt zijn. Als de aanbieder en/of bemiddelaar in cryptovaluta vervolgens niet gebonden is/zijn aan de voorschriften van de Wft, maakt dat het voor de belegger lastiger is om zijn eventuele schade te verhalen.

### Vallen cryptovaluta onder de Wft?

Om als product binnen het toepassingsbereik van de Wft te vallen, moet het product gekwalificeerd worden als financieel product of geldmiddel.

Financiële producten zijn producten als beleggingsobjecten, betaalrekeningen, elektronische gelden, financiële instrumenten en krediet. Van een beleggingsobject is sprake wanneer een belegger in een object zoals teakhout, goud of vakantiehuizen belegt en in ruil daarvoor rechten krijgt. Een betaalrekening is een rekening die de houder voor de uitvoering van betalingstransacties gebruikt. Elektronisch geld is onder andere een geldswaarde die is opgeslagen op een elektronische drager, zoals een elektronische cadeaubon. Een financieel instrument is bijvoorbeeld een aandeel, een obligatie, een participatie in een fonds of een derivaat. Krediet is onder andere een geldlening die aan een consument is verstrekt en die terugbetaald dient te worden. Cryptovaluta is geen van deze producten. Daarom is cryptovaluta als zodanig geen financieel product in de zin van de Wft.

Geldmiddelen zijn chartaal geld (bankbiljetten en munten), giraal geld (het geld dat bij banken op de betaalrekening staat) en elektronisch geld (bijvoorbeeld een elektronische cadeaubon). Cryptovaluta is geen van deze. Daarom is cryptovaluta evenmin te kwalificeren als geldmiddelen in de zin van de Wft.

Cryptovaluta vallen in beginsel dus niet onder toezicht.

## Vallen derivaten met cryptovaluta als onderliggende waarde onder de Wft?

Dat cryptovaluta zelf niet onder de Wft vallen, neemt echter niet weg dat producten waarbij (de waarde van) cryptovaluta onderdeel uitmaken, alsnog onder het toepassingsbereik van de Wft zouden komen te vallen. Neem bijvoorbeeld een *contract for differences* (CFD) dat cryptovaluta als onderliggende waarde heeft. Een CFD is een financieel instrument in de zin van de Wft.<sup>[3]</sup> De klassieke CFD is in de Wft heel breed geformuleerd:

“een financieel contract ter verrekening van verschillen”.

Ook bij een *future* met cryptovaluta als onderliggende waarde<sup>[4]</sup> geldt dat een *future* een financieel instrument is in de zin van de Wft.<sup>[5]</sup> In de *position paper* van de AFM van 24 januari 2018<sup>[6]</sup> staat dat de AFM een CFD of een *future* met een cryptovaluta als onderliggende waarde als een ‘financieel instrument’ in de zin van de Wft beschouwt. Dit lijkt ook de opvatting van de Minister van Financiën te zijn.<sup>[7]</sup>

Noemenswaardig is dat in haar *Call for evidence*<sup>[8]</sup> de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (ESMA) zorgt voor enige verwarring hieromtrent. Zij geeft hierin aan:

“ESMA is currently considering how CFDs on cryptocurrencies fit within the MIFID regulatory framework as financial instruments.”

Deze mededeling is echter vrij onduidelijk geformuleerd en multi interpretabel. Zo komt de vraag op in hoeverre ESMA daarmee ook bedoelt dat zij nog niet zeker weet of CFD's met cryptovaluta als onderliggende waarde gekwalificeerd moeten worden als financieel instrument of dat ESMA slechts bedoelt dat ze nog niet weet hoe CFD's met cryptovaluta als financieel instrument ingepast moeten worden in Richtlijn 2014/65/EU (MIFID II)<sup>[9]</sup>-regelgeving. Dit punt wordt niet expliciet aan de orde gesteld in de recente persverklaring van ESMA omtrent haar tijdelijke productinterventiemaatregelen van drie maanden, waarin zij een verbod uitvaardigt om binaire opties<sup>[10]</sup> op de markt te brengen, te verspreiden of te verkopen aan particuliere beleggers en waarin zij een beperking legt op het in de markt brengen, verspreiden of verkopen van CFD's (onder andere met cryptovaluta als onderliggende waarde) aan particuliere beleggers.<sup>[11]</sup>

De hiervoor genoemde productinterventiemaatregelen zijn op grond van art. 40 Verordening (EU) nr. 600/2014 (MiFIR)<sup>[12]</sup> tot stand gekomen. Op grond van dit artikel kan ESMA de volgende zaken tijdelijk verbieden of beperken in de Unie:

- a. het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van bepaalde financiële instrumenten of financiële instrumenten met bepaalde specifieke kenmerken; en
- b. een soort financiële activiteit of praktijk.

Het is derhalve te beargumenteren dat de kwalificatie van CFD's met cryptovaluta als onderliggende waarde als financieel instrument hierin besloten ligt.

Wij menen derhalve dat totdat ESMA of de AFM een andersluidende kwalificatie vaststelt, producten zoals CFD's, *futures* en *binary options* met cryptovaluta als onderliggende waarde, als ‘financieel instrumenten’ in de zin van de Wft beschouwd moeten worden. Het tijdelijke verbod van ESMA om binaire opties aan consumenten te verkopen en de tijdelijk beperking van het verkopen van CFD's aan consumenten is dan ook van toepassing wanneer deze typen derivaten cryptovaluta als onderliggende waarde hebben.

## Vallen activiteiten rondom cryptovaluta onder de Wft?

In de huidige markt zijn er verschillende typen activiteiten/diensten die worden verleend met en/of rondom cryptovaluta. Voorbeelden zijn onder meer:

1. het handelen in cryptovaluta via een platform door middel van het optreden als tussenpersoon bij de aan- en verkoop van cryptovaluta;
2. het verlenen van diensten met betrekking tot producten met cryptovaluta als onderliggende waarde; en
3. het aanbieden van participaties van een fonds dat investeert in cryptovaluta.

Aangezien cryptovaluta als zodanig (nog) niet gekwalificeerd zijn als producten die onder het toepassingsbereik van de Wft vallen, is er bij verschillende partijen ten onrechte de indruk gewekt dat alle transacties en alle aan cryptovaluta gerelateerde activiteiten niet gereguleerd zijn, althans niet onder toezicht van de AFM of DNB vallen. Afhankelijk van de structuur en de inhoud van de aangeboden activiteiten met betrekking tot cryptovaluta, moet er per geval worden bepaald of dergelijke activiteiten onder toezicht vallen. Hierna zullen wij een aantal voorbeelden van activiteiten bespreken die wel onder toezicht kunnen vallen.

## 1. Brokerplatform

Een platform via welke klanten cryptovaluta kunnen kopen en verkopen kan onder toezicht vallen. Er kan dan sprake zijn van opvorderbare gelden in de zin van de Wft. Opvorderbare gelden zijn – kort gezegd – terugbetaalbare gelden of deposito's. Op grond van art. 3:5 Wft is het verboden om opvorderbare gelden van het publiek aan te trekken, ter beschikking te verkrijgen of hebben zonder vergunning.

Een voorbeeld waarin sprake is van opvorderbare gelden en het verbod van art. 3:5 Wft is het geval waarin het platform gelden van klanten aanhoudt zonder dat met die gelden direct een concrete kooptransactie met betrekking tot cryptovaluta behoeft te zijn beoogd. In dat geval geldt dat het platform opvorderbare gelden ter beschikking heeft verkregen of heeft, voor welke activiteit aldus een vergunningplicht geldt (en daarmee dus onder toezicht valt). Hetzelfde geldt voor de situatie waarin een platform gelden verkrijgt in het kader van een opdracht tot doorbetaling aan een derde (bijvoorbeeld een *cryptovaluta-exchange*), maar het platform de door te betalen gelden langer dan technisch of organisatorisch noodzakelijk<sup>[13]</sup> is, bij haar laat uitstaan. Ook in dit geval kwalificeren de gelden als opvorderbare gelden en is het platform in beginsel vergunningplichtig. Een laatste voorbeeld is het geval waarin het platform haar klanten de mogelijkheid biedt om hun bij het platform aangehouden tegoed in cryptovaluta om te zetten in een bij haar aan te houden tegoed in geld. Deze gelden kwalificeren als opvorderbare gelden, waarbij het platform deze gelden ter beschikking heeft of heeft verkregen. Een activiteit die in beginsel verboden is.

## 2. Het aanbieden van een cryptovaluta fonds

Inmiddels zijn er talloze fondsen die beleggen in cryptovaluta of in derivaten met als onderliggende waarde cryptovaluta. Een belegger kan door middel van het kopen van een participatie (recht van deelneming) in dat beleggingsfonds op collectieve wijze indirect investeren in die cryptovaluta. Een dergelijke structuur is echter vaak aan te merken als een beleggingsinstelling<sup>[14]</sup> in de zin van de Wft. Beleggingsinstellingen staan onder toezicht van de AFM en DNB en de beheerder van dergelijke beleggingsinstellingen is op grond van art. 2:65 Wft in beginsel vergunningplichtig. Ook dient voldaan te worden aan bepaalde gedragsregels en prudentiële regels van de Wft.

## 3. Het aanbieden van obligaties voor beleggingen in cryptovaluta

Een instelling die verhandelbare obligaties aan het publiek aanbiedt en vervolgens de opgehaalde gelden belegt in cryptovaluta of derivaten met cryptovaluta als onderliggende waarde, kan te maken krijgen met de prospectusplicht. Het aanbieden van verhandelbare obligaties kwalificeert namelijk als het aanbieden van effecten, waarvoor op grond van art. 5:2 Wft in beginsel de verplichting geldt om een door de AFM goedgekeurde prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen.<sup>[15]</sup> Net als de hierboven besproken voorbeelden valt deze activiteit rondom cryptovaluta onder toezicht.

## 4. Verlenen van beleggingsdiensten ter zake cryptovaluta derivaten

Een platform waarop een belegger een order kan plaatsen om een CFD (of een ander product) met cryptovaluta als onderliggende waarde, te kopen dan wel te verkopen, welk platform vervolgens deze order aan een cryptovaluta exchange doorgeeft of deze order voor rekening van haar cliënt (de belegger) zelf uitvoert, dient over een vergunning te beschikken. Zoals eerder is aangegeven zijn CFD's met cryptovaluta als onderliggende waarde als 'financiële instrumenten' te kwalificeren in de zin van de Wft. Het in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten en/of het uitvoeren van dergelijke orders voor rekening van de cliënt kwalificeert namelijk als het verlenen van een beleggingsdienst, waarvoor op grond van art. 2:96 Wft een vergunning van de AFM vereist is. Hetzelfde geldt immers wanneer een partij in de uitoefening van beroep of bedrijf zijn cliënt adviseert over een dergelijk product.

## Conclusie

Cryptovaluta zelf vallen vooralsnog niet onder toezicht. Dit neemt niet weg dat afhankelijk van de gekozen structuur, bepaalde activiteiten of producten rondom cryptovaluta wel onder de Wft en daarmee onder toezicht van de AFM en DNB kunnen vallen.

Zo kunnen sommige producten die verband houden met cryptovaluta als 'financieel instrumenten' kwalificeren, waardoor bepaalde diensten ter zake deze producten binnen het toepassingsbereik van de Wft vallen. Ook structuren van bepaalde activiteiten die betrekking hebben op cryptovaluta kunnen onder toezicht vallen, zoals het laten deelnemen van beleggers in een cryptovalutafonds.

Het is derhalve van belang, zowel voor de belegger als de onderneming die een activiteit ontplooit met betrekking tot cryptovaluta, om vóór het aangaan van een transactie of het aanvangen van een activiteit vast te stellen of de verleende dienst onder toezicht valt. Dit is voor beide partijen van groot belang. Wanneer de Wft van toepassing is, zal de cryptovalutaonderneming aan verschillende prudentiële en gedragsregels moeten voldoen, waardoor de belegger beter beschermd wordt.

Voetnoten

[1]

Dit blijkt uit een recent onderzoek van Kantar TNS.

[2]

Mw. mr. G.J. Brugman en mw. mr. M. Boulos Jaraisy zijn beiden werkzaam bij BarentsKrans.

[3]

Art. 1:1 onderdeel i Wft.

[4]

De Nederlandse beleggingsondernemingen hebben de mogelijkheid om Bitcoin-futures te verhandelen via het platform van de Chicago Futures Exchange en de Chicago Mercantiel Exchange. Zie het nieuwsbericht van de AFM, Futures: AFM wijst beleggingsondernemingen op algemene zorgplicht, d.d. 16 december 2017.

[5]

Art. 1:1 Wft.

[6]

Deze *position paper* is door de AFM gepubliceerd in verband met het rondetafelgesprek Cryptocurrencies/ICO's, d.d. 24 januari 2018.

[7]

[Kamerstukken II 2017/18, 32013, 168](#) en Bijlage: Achtergrond en overige informatie cryptovaluta.

[8]

ESMA, *Call for evidence, Potential product intervention measures on contracts for differences and binary options to retail clients*, 18 januari 2018, ESMA35-43-904.

[9]

Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten.

[10]

Binaire opties zijn opties die een vaste uitkering kennen. Binaire opties keren niks uit of een vooraf vastgesteld bedrag.

[11]

ESMA, press release, ESMA agrees to prohibit binary options and restrict CFDs to protect retail investors, 27 maart 2018, ESMA71-98-128.

[12]

Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten.

[13]

Doorgaans is dat maximaal vijf kalenderdagen.

[14]

Als bedoeld in art. 1:1 Wft.

[15]

Conform art. 5:2 Wft.