

FinTech – een worsteling voor wetgevers en toezichthouders. Brengt het FinTech actieplan verduidelijking?

mr. A.M.F. Hakvoort LL.M.¹

In maart 2018 publiceerde de Europese Commissie het FinTech actieplan. De diversiteit aan voorgestelde acties kenmerkt de worsteling die wetgevers en toezichthouders hebben met de technologische innovatie binnen de financiële sector. FinTech is een sector en niet één type onderneming. Door de veelheid aan verschijningsvormen is het lastig om een eenduidig toezichtrechtelijk kader te creëren dat van toepassing kan zijn op FinTech ondernemingen. De enige concrete actie onder het FinTech actieplan betreft het voorstel voor een Europese Crowdfunding Verordening. Als deze de toon zet voor de uitrol van verdere acties vanuit Europa, biedt dat echter goede hoop voor de FinTech sector.

1. FinTech – yet another buzz word

Blockchain, crypto's, crowdfunding, robo-advising, artificial intelligence, APIs, distributed ledger technology, market place lending, open banking, smart contracts, internet of things, big data analytics...

Dit is slechts een greep uit een breed scala van innovatie dat in de afgelopen jaren opmars heeft gemaakt binnen de financiële sector.

Hoe divers die innovatie ook is, het heeft één ding gemeen: het zijn technologische ontwikkelingen die beogen om de klant een verbeterde Cx (*customer experience*) te bieden door financiële dienstverlening toegankelijker, sneller, efficiënter en goedkoper te maken.

Al deze innovatieve ontwikkelingen worden gezamenlijk aangeduid als FinTech. Inmiddels een *buzz word* dat meer een sector of industrie aanduidt dan een specifiek type onderneming. De FinTech onderneming bestaat dan ook niet naar mijn bescheiden mening. Hetzelfde geldt voor één financieel toezichtrechtelijk kader dat van toepassing kan zijn op 'die' FinTech onderneming. Deze conclusie lijkt breder gedragen te worden. Uit het onlangs gepubliceerde FinTech actieplan van de Europese Commissie² (hierna: de EC) blijkt de enorme uitdaging waar de Europese wetgever voor staat. In dit artikel zal worden stilgestaan bij dit FinTech actieplan. Er wordt vooralsnog weinig échte actie ondernomen door de EC. Een uitzondering vormt het voorstel voor

een Europese Verordening voor aanbieders van crowdfundingdiensten voor ondernemingen (hierna: de Crowdfunding Verordening).³ Alvorens hier in meer detail op in te gaan in paragraaf 3, zal in paragraaf 2 globaal worden omschreven welke vervolgstappen de EC voorstelt in het FinTech actieplan. Deze 'acties' zien met name op een verdere verdieping van kennis en het delen van ervaringen tussen de verschillende *stakeholders*, waaronder de Europese Toezichthoudende Autoriteiten (EBA, ESMA en EIOPA) (hierna: de ESAs), de nationale toezichthouders en FinTech ondernemingen. Dit artikel wordt afgesloten met een korte conclusie in paragraaf 4.

2. Het FinTech Actieplan

2.1. Waarom een actieplan?

FinTech ondernemingen komen voor in vele vormen, met verschillende diensten, producten en bedrijfsmodellen, gebaseerd op diverse technologische innovatie. Ze zijn niet over één kam te scheren. Sommige FinTech toepassingen leiden ertoe dat, door middel van bijvoorbeeld mobiele apps, financiële dienstverlening toegankelijker wordt voor de gemiddelde smartphone gebruikende burger van nu. Dergelijke FinTech toepassingen kunnen disruptief werken en leiden tot disintermediatie; de rol van de *trusted third party* zoals een bank wordt minder evident. Andere

1. Anne Hakvoort is advocaat en als partner verbonden aan FG Lawyers.
2. Te raadplegen via: https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en.

3. Europese Commissie, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD), te raadplegen via: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/NL/COM-2018-113-F1-NL-MAIN-PART-1.PDF>.

FinTech toepassingen kunnen er juist aan bijdragen dat de ‘gevestigde orde’ (doorgaans aangeduid als *incumbents*), zoals banken en verzekeraars, hun financiële producten op een andere, veelal goedkopere, manier kunnen aanbieden. Het bevreemdt dan ook niet dat deze ‘grote jongens’ inmiddels volop inzetten op en investeren in FinTech ondernemingen. Weer andere FinTech toepassingen, zoals diensten of producten die aangeboden worden via een blockchain, kunnen een traditionele waardeketen volledig doen veranderen.

Om de financiële markten blijvend goed te laten functioneren, is er enige guidance nodig op Europees – en wellicht zelfs mondiaal – niveau ten aanzien van de manier waarop nationale toezichhouders moeten omgaan met de vele FinTech toepassingen. Technologie kent immers geen landsgrenzen en de toegang tot het internet vergemakkelijkt een razendsnelle verspreiding van de dienstverlening door een FinTech onderneming in binnen- en buitenland. De EC vreest dat gebrek aan convergentie binnen de Europese Unie en de als gevolg daarvan uiteenlopende initiatieven en verschillende vormen van toezicht door nationale toezichhouders schadelijk kan zijn voor de werking van de interne markt.⁴ Het is om die reden wenselijk dat nationale toezichhouders (en wetgevers) de verschillende business modellen op een uniforme wijze behandelen zodat niet alleen toezicht arbitrage wordt voorkomen, maar in het bijzonder ook een gelijke behandeling wordt gewaarborgd van zowel FinTech onderneming als haar klanten en investeerders, ongeacht waar de FinTech onderneming haar zetel heeft of haar diensten aanbiedt.

Welke vorm deze guidance moet krijgen, is iets minder voor de hand liggend. De technologische ontwikkelingen zijn per definitie niet bij te houden door wet- en regelgeving. Wetgevers en toezichhouders hebben de schone taak om de financiële sector de mogelijkheden die technologische innovatie biedt te laten benutten zonder dat dit afbreuk doet aan de integriteit van de financiële markten en aan consumentenbescherming. Dat blijkt nog niet zo eenvoudig.

2.2. Andere en nieuwe risico's

Het is niet alleen een uitdaging door de diversiteit aan verschijningsvormen van FinTech ondernemingen. De digitale transformatie die gaande is, en waaraan de FinTech sector enerzijds bijdraagt en waarvan het anderzijds de vruchten plukt, gaat ook gepaard met andersoortige risico's. Het belang van cybersecurity en data protectie neemt in hoog tempo toe. Zo is er veel te doen om de Algemene Verordening Gegevensbescherming (hierna: de

AVG),⁵ die 25 mei j.l. in werking is getreden. Hoewel de toepasselijke privacy beschermende regels niet wezenlijk veranderen ten opzichte van de huidige Wet bescherming persoonsgegevens, wordt men zich wel meer bewust van het belang van data protectie. En dat is, naar mijn mening, maar goed ook. Big data kunnen zondermeer bijdragen aan een verbeterde, want meer gepersonaliseerde, dienstverlening. Die dienstverlening wordt op haar beurt toegankelijker via bijvoorbeeld eenvoudige mobiele apps. Maar de gemiddelde smartphone gebruikende burger moet zich ook meer bewust worden van de waarde van de gegevens die hij of zij continu weggeeft. Belangrijker nog: partijen die toegang hebben tot big data moeten bewuster worden van het belang van bescherming van die gegevens. Het consumentenvertrouwen is immers van materieel belang voor een goed functionerende markt.

FinTech ontwikkelingen kunnen ook volkomen nieuwe risico's blootleggen en juridische vragen doen opwekken. Een crypto is hiervan een goed voorbeeld. Een crypto zou kort aangeduid kunnen worden als een digitale, cryptografisch versleutelde vertegenwoordiging van enige vorm van waarde. Deze kan worden vormgegeven als een virtueel ruil/betaalmiddel binnen een blockchain, zoals bitcoin of Ether. Het kan ook worden vormgegeven als een token dat niet beoogd wordt om een ruilmiddel te zijn, maar waaraan een bepaald recht voor de houder van die token wordt gekoppeld. Dat recht kan een recht op levering van een goed zijn, maar bijvoorbeeld ook een winstrecht en/of een stemrecht in de onderneming die de tokens uitgeeft. De verschillende verschijningsvormen van crypto's alleen al vormen een wirwar waar de wetgevers en toezichhouders zich doorheen moeten worstelen om goede wetgeving te maken die op een adequate manier kan worden gehandhaafd.⁶

5. Verordening (EU) nr. 2016/679 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens (*PbEU* 2016, L 119/1).

6. Recentelijk zijn door diverse toezichhouders en overkoepelende organisaties waarschuwingen uitgevaardigd ten aanzien van *initial coin offerings*. Zie bijvoorbeeld: AFM: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-ico>; FCA: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>; SEC: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>; ESMA: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>. Een 'ICO' is een bijzonder makkelijke manier waarop momenteel heel veel geld wordt opgehaald door ondernemingen: de ondernemingen publiceren enkel een kort *white paper* en geven een crypto uit via een blockchain. Investeerders lijken blind in te stappen in de verwachting dat de betreffende crypto een flinke waarde stijging zal ervaren. Crypto's zijn echter bijzonder volatiel. Daarbij komt dat de onderliggende waarde bepalend is voor de kwalificatie van de crypto. Indien een crypto een digitaal aandeel is, valt het naar mijn mening 'gewoon' onder de huidige effectenwetgeving, zoals de Prospectusverordening (Verordening (EU) nr. 2017/1129 betref-

4. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2017-536_en.

2.3. De acties onder het FinTech actieplan

Bij het formuleren van de te nemen stappen onder het FinTech actieplan houdt de EC rekening met drie uitgangspunten. Deze zijn: (i) technologie-neutraliteit, (ii) proportionaliteit en (iii) integriteit bevorderend.

Met technologie-neutraliteit wordt beoogd dat dezelfde activiteit onderworpen is aan dezelfde wet- en regelgeving ongeacht de wijze waarop de activiteit wordt verricht. Technologie-neutraliteit waarborgt een gelijk speelveld tussen marktpartijen.

Een aandachtspunt bij het creëren van een gelijk speelveld is dat de bestaande toezichtrechtelijke kaders niet onevenredig belastend zijn voor FinTech ondernemingen. Het tweede uitgangspunt van proportionaliteit beoogt te bewerkstelligen dat innovatie niet de kop wordt ingedrukt. Door meer een maatwerk toezichtmodel te hanteren, zouden innovatieve bedrijfsmodellen voldoende ruimte moeten krijgen om zich te kunnen ontwikkelen zonder op onevenwichtige wijze te worden geconfronteerd met wet- en regelgeving en zonder de financiële stabiliteit in gevaar te brengen.

Tegelijkertijd is het van groot belang dat consumenten eenzelfde niveau van bescherming blijven houden. Het derde uitgangspunt, integriteit bevorderend, ziet er dan ook op dat FinTech initiatieven markttransparantie stimuleren ten behoeve van consumenten en ondernemingen zonder ongerechtvaardigde risico's te creëren.

Hoewel in een recent voorstel voor een Europese verordening nog wordt gepleit voor een ruimer takenpakket van de ESAs om te voorkomen dat het ontbreken van convergentie op het gebied van FinTech negatieve invloed heeft op de EU *single market*,⁷ concludeert de EC dat er vooralsnog onvoldoende draagvlak is voor een meer ingrijpende hervorming of actie op Europees niveau dan voorgesteld in het FinTech actieplan.⁸

Desalniettemin worden in het FinTech actieplan een 20-tal stappen voorgesteld om drie hoofddoelen te bereiken. Die hoofddoelen zijn: (i) innovatieve bedrijfsmodellen in staat stellen op te schalen binnen de EU, (ii) het ondersteunen van invoering van technologische innovatie in de financiële sector, en (iii) het versterken van beveiliging en integriteit van de financiële sector. In de volgende drie sub paragrafen 2.3.1 tot en met 2.3.3 zullen de voorgestelde acties om deze hoofddoelen te bereiken worden toegelicht.

fende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten (*PbEU* 2017, L168/12) en MiIFD II (Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten (*PbEU* 2014, L173/349).

7. Europese Commissie, COM(2017) 536 final, 2017/0230 (COD), p. 298, te raadplegen via: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2017-536_en.

8. FinTech actieplan, p. 4.

2.3.1. Innovatieve bedrijfsmodellen in staat stellen op te schalen binnen de EU

Het eerste hoofddoel, dat gericht is op het faciliteren van Europese opschaling voor FinTech ondernemingen, wordt onderverdeeld in drie kaders.

Het eerste kader ziet op het creëren van duidelijke en convergente vergunningvereisten voor FinTech ondernemingen. De voorgestelde Crowdfunding Verordening, waarop in meer detail wordt ingegaan in paragraaf 3, is een voorbeeld van de wijze waarop de EC Europese opschaling voor bepaalde crowdfunding platformen tracht te faciliteren.

De Crowdfunding Verordening is echter vooralsnog een uitzondering in het FinTech actieplan. De EC licht toe in het FinTech actieplan dat uit de consultatiereacties naar voren is gekomen dat de meeste innovatieve bedrijfsmodellen onder het huidige Europese toezichtrechtelijke regime kunnen worden geschaard, omdat deze ruimte laat voor een proportionele toepassing ervan door de nationale toezichhouders. Deze ruimte wordt vooralsnog niet of weinig benut door nationale toezichhouders. Het inzichtelijk krijgen van de manier waarop de verschillende nationale toezichhouders met FinTech ondernemingen omgaan, is dan ook een belangrijk actiepoint in het FinTech actieplan.

Er wordt ook aangegeven dat er meer kennis opgedaan moet worden om het hele FinTech speelveld in kaart te brengen. Alleen dan kan er meer concrete actie worden voorgesteld en ondernomen op Europees niveau. De ESAs zijn primair aan zet om Q1 2019 guidance te geven of aanbevelingen te doen aan de EC om bestaande EU-wetgeving aan te passen indien dat nodig blijkt. Crypto's en ICOs krijgen bijzondere aandacht. Gezien het mondiale karakter van dit nieuwe fenomeen en de potentieel grote risico's die hiermee gepaard gaan, zal de EC niet alleen met de ESAs en de Europese Centrale Bank 'upteamen' om de ontwikkelingen in de gaten te houden en te beoordelen of maatregelen nodig zijn, maar zal daarover ook klankborden met internationale organisaties.

Het tweede kader is met name relevant voor de FinTech ondernemingen die een technologische oplossing bieden, zoals een *application programming interface* ('API') of een *software as a service* oplossing, die een onderdeel in het dienstverleningsproces van een *incumbent* kan vervangen en daardoor de dienstverlening van de *incumbent* eenvoudiger, goedkoper en/of sneller kunnen maken. De discussie rondom *open banking* en *access to account* (XS2A) onder PSD2⁹ heeft inzichtelijk gemaakt dat de gewenste interoperabiliteit en uitwisseling van en toegang tot gegevens enige vorm van overeenstemming behoeft. Alleen dan zal het, door de EC beoogde, doel van meer concurrentie

9. Richtlijn 2015/2366/EU betreffende betalingsdiensten in de interne markt (*PbEU* 2015, L 337/35).

binnen de financiële waardeketen worden bereikt. Die consensus kan worden vorm gegeven door interoperabiliteitsnormen te stellen. De voorkeur gaat daarbij uit naar breed gedragen internationale normen in plaats van lokale normen. In het FinTech actieplan stelt de EC zich tot doel om te helpen in het ontwikkelen van een meer gecoördineerde benadering voor FinTech normen in Q4 2018. Daarnaast stimuleert de EC marktpartijen om rond halverwege 2019 gestandaardiseerde APIs in overeenstemming met PSD2 en de AVG te hebben ontwikkeld die de basis kunnen vormen voor een (Pan-)Europese uitrol van *open banking*.

Het derde kader van 'acties' die eraan zouden moeten bijdragen dat FinTech ondernemingen binnen Europa kunnen opschalen, wordt gevormd door diverse innovatiehubs en proeftuin initiatieven (*regulatory sandboxes*). Met een innovatiehub wordt door toezichthouders invulling gegeven aan de behoefte in de markt om bepaalde kwalificatie/interpretatie vraagstukken te kunnen voorleggen. De toezichthouder kan binnen een innovatiehub de rol van 'sparring partner' innemen. Een *regulatory sandbox* gaat verder. Binnen een gecontroleerde, maar reële omgeving van een proeftuin zouden bepaalde toepassingen getest kunnen worden; een FinTech onderneming zou binnen een *regulatory sandbox* haar bedrijfsmodel kunnen valideren onder het toezicht van de toezichthouder zonder direct onderworpen te worden aan een (volledige) vergunningplicht en de daarbij horende markttoegang- en doorlopende verplichtingen, waaronder kapitaaleisen. Dat klinkt prachtig, maar de praktijk blijkt weerbarstiger. Zoals hierboven reeds aangestipt, wordt de ruimte die de huidige EU-wetgeving doorgaans reeds biedt om FinTech ondernemingen een meer proportionele toezichtrechtelijke behandeling te geven, voornamelijk beperkt benut. De meeste toezichthouders, waaronder de Nederlandse toezichthouders, lijken die ruimte niet te durven nemen. De enige uitzondering binnen (nu nog) de EU is naar mijn weten de toezichthouder van het Verenigd Koninkrijk, de FCA, die inmiddels circa 100 ondernemingen heeft toegelaten tot haar *regulatory sandbox*.¹⁰ Voor zover mij bekend moet de eerste onderneming die in de zandbak van de AFME en DNB mag spelen nog komen. Dit geeft op zijn minst aan dat er een weinig geharmoniseerde benadering is binnen de EU. In het FinTech actieplan stelt de EC dat overeenstemming tussen de verschillende nationale toezichthouders ten aanzien van de wijze waarop zij hun beoordelingsruimte onder bestaande EU-wetgeving toepassen, de uitrol van innovatie binnen de EU zal bevorderen.¹¹ Om dit te stimuleren stelt de EC voor dat tegen Q4 2018 de ESAs *best practices* vaststellen ten aanzien van de verschillende benaderingen die momenteel gebruikt worden door nationale toezichthouders

om via innovatiehubs en/of proeftuinen meer inzicht in en grip op FinTech ondernemingen te krijgen. Indien daartoe aanleiding is, kunnen de ESAs ook richtsnoeren uitvaardigen in dit kader. De volgende stap in het actieplan is dat de nationale toezichthouders op basis van die *best practices* tot initiatieven komen die innovatie door FinTech ondernemingen verder stimuleren. De ESAs zullen daartoe samenwerking tussen de nationale toezichthouders faciliteren. De EC zal tenslotte in Q1 2019 de *best practices* van *regulatory sandboxes* publiceren.

2.3.2. Ondersteunen van invoering van technologische innovatie in de financiële sector

Het tweede onderdeel van het FinTech actieplan is gericht op acties die er aan moeten bijdragen dat FinTech toepassingen ook daadwerkelijk gebruikt kunnen worden binnen de financiële sector. Dit onderdeel bestaat uit vijf kaders.

Het eerste kader richt zich op het wegnemen van juridische drempels die worden gecreëerd door bijvoorbeeld bestaande wet- en regelgeving waarin geen rekening is gehouden met toekomstige (technologische) innovatie. De EC zal een deskundigengroep oprichten die in Q2 2019 inzichtelijk moet hebben of er juridische drempels zijn die weggenomen zouden moeten worden om FinTech toepassingen meer ruimte te bieden.

Het tweede kader ziet op het wegnemen van drempels die aanbieders van clouddiensten thans ervaren. Die drempels worden bijvoorbeeld gevormd door uitbestedingsregels die van toepassing zijn op financiële ondernemingen. Uitbesteding van bepaalde diensten via cloudcomputing kan de financiële dienstverlening aanzienlijk efficiënter en derhalve goedkoper maken. In geval van uitbesteding wordt het belang van risicobeheersing, waaronder risico's rondom gegevensbescherming en cybersecurity, groter maar ook lastiger te waarborgen voor een financiële onderneming die daarvoor primair verantwoordelijk is. De EC stelt diverse acties voor om een prudente uitbesteding aan aanbieders van clouddiensten te bevorderen. Belanghebbenden uit de sector van clouddiensten worden uitgenodigd om zelfregulerende gedragscodes te ontwikkelen waarin rekening wordt gehouden met de verschillende sectoren, waaronder de financiële sector, waarin clouddiensten worden aangeboden. De ESAs worden daarnaast verzocht om te onderzoeken of er richtsnoeren uitgevaardigd moeten worden die zien op uitbesteding door financiële ondernemingen aan aanbieders van clouddiensten. In het verlengde van de voornoemde acties, stelt de EC ook voor om standaard contractuele bepalingen te laten formuleren die zien op uitbesteding van bepaalde diensten door financiële ondernemingen aan aanbieders van clouddiensten.

10. Zie: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>.

11. FinTech actieplan, p. 10.

Het derde kader is gericht op blockchain toepassingen binnen de FinTech sector. De EC benadrukt, terecht, dat blockchain niet één op één gelijk is aan crypto's. Crypto's zijn weliswaar digitale activa die via een blockchain technologie kunnen worden gecreëerd, maar het is slechts één voorbeeld van de vele toepassingen (en beloftes) die blockchain technologie biedt. Blockchain technologie is – wat mogelijke toepassingen betreft – vergelijkbaar met de komst van het internet. De mate waarin het internet echter het dagelijkse leven van de huidige gemiddelde burger heeft beïnvloed, zal, naar mijn verwachting, niet geëvenaard worden door 'de blockchainrevolutie'. Echter, in bijvoorbeeld de back office werkzaamheden die gepaard gaan met financiële dienstverlening, zal blockchain een groot verschil kunnen maken. De EC onderschrijft het potentieel van deze vorm van innovatie, maar ook dat blockchain nog in de kinderschoenen staat. In aanvulling op het in februari 2018 gelanceerde *EU Blockchain Observatory and Forum*, zien de acties in dit derde kader met name op het verder in kaart brengen van de mogelijkheden en toepassingsvormen van blockchaintechnologie. Een van de mogelijkheden die meer concreet zal worden onderzocht betreft een *European Financial Transparency Gateway* op basis van een blockchain via welke genoteerde ondernemingen de informatie die zij openbaar moeten maken op grond van de Transparantierichtlijn¹² digitaal kunnen delen.

Als vierde kader wordt als actiepunt opgeworpen om een EU-FinTech-Lab op te richten in Q2 2018 waarin nationale wetgevers en toezichthouders kennis en ervaring kunnen opdoen op het gebied van FinTech.

Tenslotte wordt in dit onderdeel, als vijfde kader,¹³ voorgesteld dat er meer transparantie voor particuliere beleggers komt ten aanzien van beleggingsproducten die voor hen beschikbaar zijn en tegen welke kosten. De EC zal onderzoeken op welke wijze FinTech toepassingen de distributie van geschikte en kosteneffectieve beleggingsproducten inzichtelijker kunnen maken voor retail beleggers.

2.3.3. Versterken van beveiliging en integriteit van de financiële sector

Het derde en laatste onderdeel in het FinTech actieplan sluit aan bij het groeiende risico rondom cybersecurity en de weerbaarheid daartegen binnen een almaar digitaler wordende wereld.

12. Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (*PbEU* 2004, L 390/38).

13. Dit actiepunt volgt uit het FinTech actieplan zelf en niet (ook) uit de bijlage met een inzichtelijke lijst van actiepunten dat gelijktijdig met het FinTech actieplan is gepubliceerd.

Naast het organiseren van een workshop in Q2 2018 om de drempels van uitwisseling van informatie over cyberdreigingen te onderzoeken, geeft de EC enkele opdrachten aan de ESAs. Voor eind dit jaar dienen de ESAs een kosten-batenafweging te maken voor het ontwikkelen van een soort cyberstresstesting binnen de Europese financiële sector. Ook dienen de ESAs in Q1 2019 in kaart te hebben gebracht hoe nationale toezichthouders toezicht houden op het gebied van ICT-beveiliging en ICT-governance. Indien nodig kunnen de ESAs richtsnoeren voorstellen die meer harmonisatie kunnen brengen tussen de nationale toezichtpraktijken op het gebied van ICT en cybersecurity. Tenslotte kunnen de ESAs de EC adviseren om relevante bestaande wet- en regelgeving aan te passen om de beveiliging van de integriteit van de financiële markten te verbeteren.

2.4. Tussenconclusie

De hierboven omschreven *next steps* die in het FinTech actieplan worden voorgesteld leiden op korte termijn nog niet tot concrete Europese wetgevingsvoorstellen die specifiek gericht zijn op bepaalde FinTech toepassingen. Een enkele uitzondering daargelaten (waarvan de Crowdfunding Verordening een voorbeeld is), is het naar mijn mening ook sterk de vraag of dat überhaupt nodig is. Als de ESAs *guidance* geven op welke wijze nationale toezichthouders onder de bestaande EU wetgeving invulling mogen geven aan het evenredigheids- en proportionaliteitsbeginsel, dan zouden naar mijn mening veel FinTech toepassingen relatief simpel onder het bestaande toezichtrechtelijke kader kunnen worden geplaatst. Het is wat dat betreft wellicht ook nuttig om in alle relevante EU richtlijnen en verordeningen een algemene bepaling op te nemen dat de EC bevoegd is om gedelegeerde handelingen vast te stellen en/of dat de ESAs technische reguleringsnormen kunnen ontwikkelen indien (technische) ontwikkelingen en innovatie daartoe aanleiding geven.

Een heel ander toezichtmodel zou wellicht ook uitkomst kunnen bieden. In diverse consultatiereacties heeft de auteur van dit artikel voorgesteld om een basisvergunningplicht te introduceren die van toepassing is op iedere financiële onderneming ongeacht het type financiële product of het type financiële dienst dat die onderneming aanbiedt of verleent. Deze basisvergunning 'groeit' vervolgens met de onderneming mee en dient bijvoorbeeld uitgebreid te worden afhankelijk van de omvang van de onderneming en de potentiële risico's die de betreffende onderneming met zich brengt voor de financiële markten en alle *stakeholders*. Dat zou naar mijn mening meer flexibiliteit en proportionaliteit bieden dan het huidige regime, terwijl tegelijkertijd deze financiële ondernemingen gemonitord kunnen worden door de toezichthouders. Leent de *regulatory sandbox* zich niet perfect voor een toezicht model met een basisvergunning als eerste stap?

3. De voorgestelde Crowdfunding Verordening

Een uitzondering in het FinTech actieplan wordt gevormd door het concrete wetgevingsvoorstel voor een Europese Crowdfunding Verordening. Het tempo waarin dit voorstel is gepubliceerd, pleit voor de EC.¹⁴ Ook is de voorgestelde vorm van toezicht vernieuwend. De voorgestelde Crowdfunding Verordening sluit goed aan bij de wens van marktpartijen om tot een proportionele vorm van toezicht te komen die in verhouding staat tot de omvang van de onderneming en de volwassenheid van de crowdfunding markt. Overregulering zou een desastreus effect kunnen hebben op deze nog relatief jonge, maar snel groeiende, alternatieve financieringsvorm.

In deze paragraaf wordt in meer detail ingegaan op de meest opvallende voorgestelde bepalingen in de Crowdfunding Verordening. Allereerst betreft dat het bieden van een keuzemogelijkheid aan het platform (sub paragraaf 3.1). Vervolgens zal worden ingegaan op het voorstel voor het bieden van een verhandelingsmogelijkheid voor *crowdfunding assets* zonder onder MiFID II te vallen (sub paragraaf 4.2). In sub paragraaf 4.3 wordt kort stilgestaan bij de introductie van wéér een nieuw *key investment* document. Vervolgens wordt ingegaan op de verduidelijking die is opgenomen in de Crowdfunding Verordening dat een platform een vergunning als betaalinstantie dient te hebben of dient samen te werken met een betaaldienstverlener indien het de geldstromen tussen de onderneming en de investeerders faciliteert (sub paragraaf 4.4). Er wordt afgesloten met een punt dat juist *niet* geregeld is en om die reden opvallend is (sub paragraaf 4.5). Een boot die wat mij betreft gemist is, is dat de EC niet voorstelt om ook de AMLD¹⁵ te wijzigen door een *crowdlending* platform aan de daarin opgenomen vereisten te onderwerpen.

3.1. Keuzemogelijkheid voor het platform

De Crowdfunding Verordening ziet op exploitanten van *crowdlending* platforms en *crowdinvesting* platforms (*crowdfunding service providers*, 'CSPs') via welke ondernemingen¹⁶ op een alternatieve,

niet bancaire, wijze financiering¹⁷ kunnen verkrijgen van investeerders. Deze CSPs wordt een keuze mogelijkheid geboden ten aanzien van het toezichtrechtelijke regime waar zij onder willen vallen: een Europees regime met paspoortrechten of een nationaal regime zonder paspoortrechten (althans zonder paspoortrechten die voortvloeien uit de Crowdfunding Verordening).

De Crowdfunding Verordening voorziet in een meer geharmoniseerde behandeling van CSPs binnen de Europese Economische Ruimte; indien een CSP voor het Europese regime kiest, mag het niet worden geconfronteerd met additionele nationale crowdfunding wet- en regelgeving. Via het Europese regime, kunnen CSPs – na het verkrijgen van een vergunning van ESMA – opschalen en hun diensten aanbieden buiten de eigen landsgrenzen. Deze mogelijkheid staat nu eigenlijk alleen open voor *crowdinvesting* platforms die een 'reguliere' MiFID vergunning hebben. De Crowdfunding Verordening gaat dan ook gepaard met een wijzigingsvoorstel van MiFID II. CSPs worden daarin uitgezonderd opdat CSPs een andere toezichtrechtelijke behandeling kunnen krijgen onder de Crowdfunding Verordening.

3.2. Verhandeling van crowdfunding assets

Met het oog op MiFID II valt op dat de Crowdfunding Verordening bepaalt dat een CSP een prikbordfunctie voor verhandeling kan bieden zonder dat een CSP geacht wordt een handelssysteem te exploiteren. Dit is om tweeërlei redenen interessant.

3.2.1. Overdraagbare lening geen effect?

Allereerst lijkt onder de Crowdfunding Verordening de overdracht van (delen van) leningsovereenkomsten (die via een *crowdlending* platform tot stand komen tussen investeerders en een onderneming) mogelijk te zijn *zonder* dat die leningsovereenkomsten worden geacht verhandelbaar te zijn. Om die reden zouden de leningsovereenkomsten niet als effecten in de zin van art. 1:1 Wft kwalificeren (omdat het kenmerkende bestanddeel van een effect verhandelbaarheid is).

Een financieel object¹⁸ wordt geacht verhandelbaar te zijn indien het, kort samengevat, voldoet aan drie

op crowdfunding platforms via welke financieringen aan consumenten worden aangeboden.

17. Met een maximum financieringsbedrag van €1 miljoen per periode van 12 maanden per onderneming die via een CSP financiering aantrekt.

18. Ik gebruik bewust een term die niet in de Wft voorkomt. Een niet verhandelbare lening die via een *crowdlending* platform ter beschikking wordt gesteld door investeerders aan een onderneming kwalificeert slechts als opvorderbaar geld en niet als een financieel product in de zin van de Wft. Ik laat hier overigens

14. Het voorstel werd op 8 maart jl., gelijktijdig met het FinTech actieplan, gepubliceerd. Dat is slechts ruim 3 maanden (inclusief een kerstreces) na het sluiten van een openbare consultatie op 27 november 2017 waarin de Europese Commissie onderzocht of het creëren van een Europees wettelijk kader voor *financial return based crowdfunding* platformen wenselijk was. Één van de vier voorgestelde beleidsopties betrof de speciale 'opt in' Europese crowdfunding verordening waarvan het voorstel werd gepubliceerd op 8 maart jl.

15. Richtlijn 2015/849/EU inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering (*PbEU* 2015, L 141/73).

16. De Crowdfunding Verordening is niet van toepassing

voorwaarden: (i) het is vrij overdraagbaar, (ii) het is op enige wijze gestandaardiseerd, en (iii) er is een markt voor de verhandeling van de betreffende financiële objecten.

Indien de ‘crowdlending leningen’ verhandelbaar worden, verschieten deze leningen van kleur. Van ‘slechts’ opvorderbare gelden promoveren ze dan naar effecten. Dat heeft invloed op zowel het crowdfunding platform dat bemiddelt in die leningen als de onderneming die de lening aantrekt. Het platform zal immers niet langer slechts bemiddelingswerkzaamheden ten aanzien van opvorderbare gelden verrichten.¹⁹ Deze bemiddelingswerkzaamheden zullen dan gericht zijn op effecten, en derhalve op financiële instrumenten. Gelijk aan een crowdinvesting platform heeft een crowdlending platform alsdan een vergunning als beleggingsonderneming nodig. Daarnaast gaat de onderneming die de financiering aantrekt niet langer een onderhandse niet-verhandelbare geldlening aan via het platform, maar wordt zij geacht een verhandelbaar schuldinstrument zoals een obligatie uit te geven. De onderneming wordt dan als uitgevende instelling geconfronteerd met een mogelijke prospectusplicht op grond van de Prospectusverordening.

De AFM hanteert een ruime – economische – uitleg van de term verhandelbaarheid.²⁰ Deze ruime uitleg van de AFM heeft naar mijn mening tot gevolg dat leningen die via een crowdlending platform worden verstrekt aan ondernemingen door investeerders geacht worden verhandelbaar te zijn als zij over te dragen zijn door de ene investeerder aan de andere investeerder. Ze zijn immers doorgaans gestandaardiseerd en, alsdan, vrij overdraagbaar. Je zou nog kunnen twisten of er een markt voor dergelijke crowdfunding assets is, maar als verhandeling via een prikbordefunctie mogelijk is, zou ook aan deze derde voorwaarde relatief snel voldaan worden.

Anders dan de AFM, lijkt de EC niet zo een ruime betekenis te geven aan de term verhandelbaarheid. Het maakt in de Crowdfunding Verordening

namelijk onderscheid in de verhandeling van leningsovereenkomsten en verhandeling van effecten. Als overdraagbare leningen via een bulletin board als effecten zouden kwalificeren, zou dit onderscheid niet nodig zijn.

De tekst van de Crowdfunding Verordening biedt dan ook perspectieven voor Nederlandse CSPs. En overigens niet alleen voor Nederlandse CSPs. Het creëren van een secundaire markt van crowdfunding assets is naar mijn mening hoe dan ook wenselijk. Hoewel steeds meer institutionele beleggers investeren in ondernemingen via deze alternatieve financieringsvorm, is het juist ook een toegankelijke vorm van investering voor een particuliere belegger. Ten behoeve van de bescherming van juist die particuliere beleggers, zou het goed zijn als zij (afhankelijk van de marktomstandigheden) een exit mogelijkheid hebben en van hun investering af kunnen als zij bijvoorbeeld de investering liquide moeten maken.

3.2.2. Prikbord geen multilateraal systeem

Daarnaast is het kunnen bieden van een prikbordefunctie door CSPs onder de Crowdfunding Verordening interessant omdat hieruit afgeleid kan worden dat het bieden van een dergelijke functie via welke beleggers rechtstreeks met elkaar tot verhandeling van hun ‘crowdfunding assets’ kunnen komen, niet kwalificeert als een *multilateraal* (handels)systeem zoals bedoeld in MiFID II.

In MiFID II²¹ wordt een multilateraal systeem gedefinieerd als een ‘*systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken*’. Naar aanleiding van een prejudiciële vraag van het College van Beroep voor het bedrijfsleven aan het Europese Hof van Justitie (‘EHvJ’), is recentelijk meer duiding gegeven door het EHvJ aan de term multilateraal systeem.²² De uitleg van het EHvJ is zo breed dat een discussie is ontstaan binnen de AFM én met de AFM of - onder meer - crowdinvesting platforms (maar evenzo andere FinTech ondernemingen die op digitale wijze (denk aan een blockchain) enige vorm van verhandeling mogelijk maken) kwalificeren als exploitanten van een multilateraal systeem. Mogelijk ‘gevoed’ door de AFM, neemt Nederland een kritisch standpunt in ten aanzien van dit voorstel in de Crowdfunding Verordening.²³

buiten beschouwing de discussie of een onderneming handelt in de uitoefening van zijn bedrijf wanneer het via een crowdlending platform een lening aantrekt van het publiek en om die reden eventueel onder het verbod van art. 3:5 Wft zou vallen.

19. Het huidige Nederlandse toezichtmodel dat van toepassing is op crowdlending platforms is gebaseerd op een ontheffing voor het verbod dat is neergelegd in art. 4:3 Wft. Het nationale regime wordt momenteel herzien. Eind november 2017 sloot een openbare consultatie ter zake het juridisch kader dat van toepassing is op crowdlending platforms. De consultatie is te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/crowdfunding>.
20. Zie Beleidsregel Verhandelbaarheid. Ondanks dat deze beleidsregel primair ziet op deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen, wordt de Beleidsregel gebruikt voor het inkleuren van het essentiële kenmerk van een effect, te weten het kenmerk van verhandelbaarheid. Te raadplegen via: <http://wetten.overheid.nl/BWBR0029573/2011-02-15>.

21. Art. 4, eerste lid onder 19 MiFID II.

22. EHvJ 16 november 2017, C-658/15 (*Robeco Hollands Bezit N.V. e.a./AFM*); ECLI:EU:C:2017:870, te raadplegen via: <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-658/15>.

23. Werkgroep Beoordeling Nieuwe Commissievoorstellen, Fiche ‘*Voorstellen voor Europees vergunningsregime voor Crowdfundingplatformen*’, p. 8, te raadplegen via: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2018/04/13/voorstellen-voor-europees-vergunningregime-voor-crowdfundingplatformen>.

Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om hier in detail op in te gaan, maar de Crowdfunding Verordening sluit wat mij betreft aan bij de wijze waarop dergelijke verhandelingsmogelijkheden beoordeeld zouden moeten worden: het enkel bieden van een prikbord functie via welke investeerders onderling tot een transactie kunnen komen, maakt de faciliterende CSP niet tot een exploitant van een multilateraal systeem zoals een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit. Dit is ook in lijn met overweging 8 in MiFIR²⁴ waarin expliciet wordt aangegeven dat onder een georganiseerde handelsfaciliteit (een nieuw type multilateraal systeem dat in MiFID II is geïntroduceerd) geen faciliteit mag worden verstaan waarin de transacties niet daadwerkelijk worden uitgevoerd of geregeld in dat multilaterale systeem. Als voorbeeld daarvan wordt een bulletin board gegeven dat gebruikt wordt om koop- en verkoopintenties aan te kondigen. Deze overweging is op haar beurt volledig in lijn met de eerdere guidance die de voorloper van ESMA ten aanzien van dergelijke prikbordfuncties heeft gegeven.²⁵ Het voornoemde Robeco arrest van het EHVJ doet mijns inziens aan deze guidance niets af. De ruimte die de Crowdfunding Verordening bovendien nog laat aan CSPs om een niet-bindende referentieprijis te publiceren, is naar mijn mening ook alleen maar wenselijk. Dit zal particuliere investeerders immers helpen bij het bepalen van de op dat moment geldende redelijke waarde van het 'crowdfunding asset' dat ze via het prikbord van de CSP willen verhandelen.

3.3. Nóg een afkorting voor een kort informatiedocument erbij

In de Crowdfunding Verordening wordt ook een, inmiddels uit het financiële toezichtrecht niet meer weg te denken, minimum informatiedocument geïntroduceerd. CSPs zullen een maximaal 6 pagina tellend *key investment information sheet* ('KIIS') dienen te publiceren en actueel dienen te houden zolang het project open staat voor financiering. Het KIIS hoeft niet te worden goedgekeurd door ESMA (noch door een nationale toezichthouder). De inhoud wordt voorgeschreven door een bijlage bij de Crowdfunding Verordening. Het lijkt vergelijkbaar met het informatiedocument dat uitgevende instellingen (i.e. ondernemingen) sinds 1 oktober 2017 dienen te publiceren en aan de AFM dienen te sturen indien zij op een vrijstelling van de prospectusplicht vertrouwen op grond van art. 53 Vrijstellingsregeling Wft.²⁶

24. Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten (*PbEU* 2014, L 173/84).

25. CESR/02-086b – 'Standards for Alternative Trading Systems', juli 2002. Hoewel gedateerd, is dit document nog steeds relevant voor de invulling van de term 'multilaterale handelsfaciliteit' als omschreven in art. 1:1 Wft.

26. Dit Nederlands informatiedocument is enkel rele-

3.4. De doorwerking van PSD2

Voorts wordt in de Crowdfunding Verordening verduidelijkt dat een CSP die ook zelf de geldstromen wil beheeren tussen investeerders enerzijds en de onderneming anderzijds, in beginsel een vergunning als betaalinstantie onder PSD2 behoeft (of moet samenwerken met een vergunning houdende betaaldienstverlener). Daarnaast geldt een zorgplicht voor de CSP om erop toe te zien dat de geldstromen ook via een betaaldienstverlener lopen indien de CSP ervoor kiest hierin geen faciliterende rol op zich te nemen.

3.5. Crowdlending platform zelf nog steeds niet onder AMLD

Door linksom of rechtsom een betaaldienstverlener te betrekken, wordt onder meer gewaarborgd dat de verplichtingen die voortvloeien uit de AMLD door een betrokken partij nageleefd dienen te worden. Hoewel crowdinvesting platforms die een MiFID vergunning hebben worden onderworpen aan de verplichtingen die voortvloeien uit de AMLD, blijven crowdlending platforms buiten bereik hiervan. De introductie van een CSP in de Crowdfunding Verordening leidt er echter mijns inziens toe dat niet alleen crowdlending platforms nog altijd buiten de reikwijdte van de AMLD vallen, maar ook crowdinvesting platforms die voor het Europese regime onder de Crowdfunding Verordening kiezen niet langer onderworpen zullen zijn aan de AMLD. Mede gezien het door de EC benadrukte belang van de waarborgen die door de AMLD worden beschermd, en de vaststelling dat 'in een op technologie gebaseerde Europese financiële markt dergelijke fundamentele waarborgen volledig in acht dienen te worden genomen',²⁷ bevreemd het mij dat er niet voor is gekozen om, net als MiFID II, ook de AMLD te wijzigen door CSPs als meldingsplichtige entiteiten in de zin van de AMLD aan te merken.

4. Hoop doet leven

Het FinTech actieplan komt op mij over als een verstandige tussentijdse stap. Ook verbaast het niet dat het actieplan nog weinig concreet is. Commissie-Juncker zal immers in 2019 eindigen. De door de EC voorgestelde acties lijken vooral gericht te zijn op het vergaren van meer kennis over de verschillende FinTech toepassingen. De ESAs en, tot op zekere hoogte, de nationale

vant voor ondernemingen die via een crowdinvesting platform financiering aantrekken door middel van het uitgeven van effecten (zoals een verhandelbare obligatie of aandelen) met een totale tegenwaarde van meer dan €100.000 (vanaf 21 juli 2018 wordt deze minimumgrens verhoogd naar €1 miljoen) en minder dan €5 miljoen.

27. FinTech actieplan, p. 3.

toezichhouders en marktdeelnemers krijgen het druk de aankomende periode. Onder het actieplan wordt namelijk vooral veel huiswerk aan deze partijen uitgedeeld.

Als uit de informatievergaring volgt dat meerdere typen FinTech ondernemingen een maatwerk oplossing behoeven om zich te kunnen ontwikkelen binnen de EU, biedt de voorgestelde Crowdfunding Verordening hoop voor te nemen concrete toekomstige actie. De EC heeft niet geschroomd om in een rap tempo een voorstel te publiceren dat naar mijn mening aansluit bij de wensen in de markt.²⁸ Er is daarbij gekozen voor een innovatief toezichtmodel, waarbij het aan de betreffende onder toezicht staande onderneming is om een keuze tussen een Europees regime of een nationaal regime te maken.

Daar zijn we echter nu nog niet. Tot er meer concrete actie in Brussel wordt genomen spreek ik mijn hoop uit dat de nationale toezichthouders bereid zijn om de ruimte te nemen die het huidige toezichtrechtelijke wettelijke kader biedt. *Time to play in the sandbox*. Al dan niet met een basisvergunning.

28. De enige kritische noot die ik tot nu toe in de sector heb gehoord betreft de beperking van €1 miljoen per project dat via een CSP kan worden gefinancierd. De Europese Commissie had hier relatief makkelijk kunnen aansluiten bij de hogere drempels die onder de nieuwe Prospectusverordening open staan. Onder de Prospectusverordening kunnen uitgevende instelling effecten aanbieden aan het publiek zonder een goedgekeurd prospectus indien de totale aanbieding onder de lokaal geldende vrijstellingsgrens blijft. Deze vrijstellingsgrens kan tussen €1 miljoen en € 8 miljoen liggen, ter discretie van de respectieve lidstaten.