

336. Tokenisation en het Nederlandse toezichtkader

Een verkwikkende sprong in het diepe

MR. A.M.F. HAKVOORT (LL.M.)

In dit artikel beschrijft de auteur het proces van tokenisation: een vorm van digitalisering van activa en gebruiksrechten waarbij met behulp van cryptografische versleuteling tokens worden gecreëerd, geregistreerd en kunnen worden verhandeld op een gedeeld, gedistribueerd digitaal grootboek zoals een blockchain. Er bestaan veel verschillende soorten tokens en gezien de doordenderende technologische ontwikkelingen zullen dat er enkel meer worden. Bepaalde tokens en diensten tonen grote gelijkenis met de reguliere financiële markten. Het huidige juridische kader dat tot doel heeft de integriteit en stabiliteit van de financiële markten te beschermen, voorziet nog niet volledig in deze nieuwe ontwikkelingen. Binnenkort komt daar verandering in, afgaande op de recentelijk gepubliceerde uitgebreide Digital Finance Package van de Europese Commissie. Tot die tijd moeten we roeien met de riemen die we hebben. Volgens de auteur biedt het bestaande juridische kader aardig wat slagkracht, maar nog lang niet voldoende.

Inleiding

Een telefooncel, fax, MS-DOS, een cassettebandje, floppydisk of discman... het lijkt een andere wereld. Toch zal menig lezer van dit artikel een herinnering van zichzelf kunnen oproepen al Pacman spelend op de enige computer in huis. Offline. Pas eind jaren tachtig van de vorige eeuw kon er via de vaste telefoonlijn voorzichtig kennisgemaakt worden met internet. De komst van ISDN maakte het leven in menig gezin in die tijd heel wat vrediger; de één kon privé bellen, de ander kon zakelijk bellen, en dat terwijl er zowel privé als zakelijk berichten naar elkaar konden worden verstuurd via de fax én internet. Het leek een revolutie. Het gemiddelde huidige huishouden telt tig computers, laptops, iPads, smartphones, smartwatches, tv's met internetverbinding en uit zichzelf pratende Google-apparaten. De wereld is in dertig jaar volkomen veranderd. Deze ontwikkeling is ook niet meer te stoppen. Het dendert door. Op vrijwel alle vlakken van onze samenleving is digitalisering een voldongen feit. Het bevreemdt dan ook niet dat steeds meer typen activa worden gedigitaliseerd. Tokenisation is een vorm van digitalisering van activa. Het gaat verder dan de reeds langer bestaande trend van dematerialisatie van financiële instrumenten, wat ook een vorm van digitalisering van activa is. Bij nieuwe ontwikkelingen hoort nieuwe wet- en regelgeving. Weliswaar loopt die altijd achter op de ontwikkelingen. Tekenend is dat er pas ruim twaalf jaar na publicatie van het Bitcoin whitepaper door Satoshi Nakamoto een pakket aan plannen, maatregelen en voorgestelde wetgeving wordt gepu-

bliceerd ter bevordering van een Europese digitale strategie.¹ Onderdeel van de Digital Finance Package is een voorstel voor een verordening die dienstverlening met betrekking tot bepaalde cryptoactiva reguleert (MiCA verordening).² Hier wordt uitgebreid op ingegaan in de bijdrage van mr. Elsenburg in dit nummer. In dit artikel zal ik met u een sprong in het diepe wagen door de reeds bestaande wet- en regelgeving rondom tokenisation tegen het licht te houden. Ik zal mij in dit artikel beperken tot het financiële toezichtrecht en het integriteitstoezichtrecht. Het financiële toezichtrecht is primair neergelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en Europese wetgeving. Het integriteitstoezichtrecht is – voor zover voor dit artikel relevant – primair neergelegd in de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) na implementatie van Richtlijn (EU) 2018/843 (AMLD V) en de Santiewet- en regelgeving. Ik zal eerst ingaan op wat wordt verstaan onder tokenisation en verschillende soorten tokens onder elkaar zetten. Vervolgens neem ik u mee in een analyse op hoofdlijnen in hoeverre tokens en de gepaard gaande dienstverlening onderworpen

- 1 Op 24 september 2020 publiceerde de Europese Commissie de Digital Finance Package. Zie hiervoor: https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en. Voor een samenvatting van de verschillende voorstellen die onderdeel uitmaken van het Digital Finance Package, zie: <https://www.fglawyersamsterdam.com/het-europese-digital-finance-pakket-een-must-read-voor-een-ieder-actief-in-de-fintech-sector/>
- 2 Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor cryptoactiva en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937, COM(2020) 593, te raadplegen via: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593>.

is aan het financiële toezichtrecht en het integriteitstoezichtrecht. Ik sluit af met een kort concluderend woord na het nemen van deze – hopelijk – verkwikkende duik.

Digitale activa, virtuele activa, crypto's, tokens, virtuele valuta, cryptovaluta – veel van hetzelfde of toch net anders?

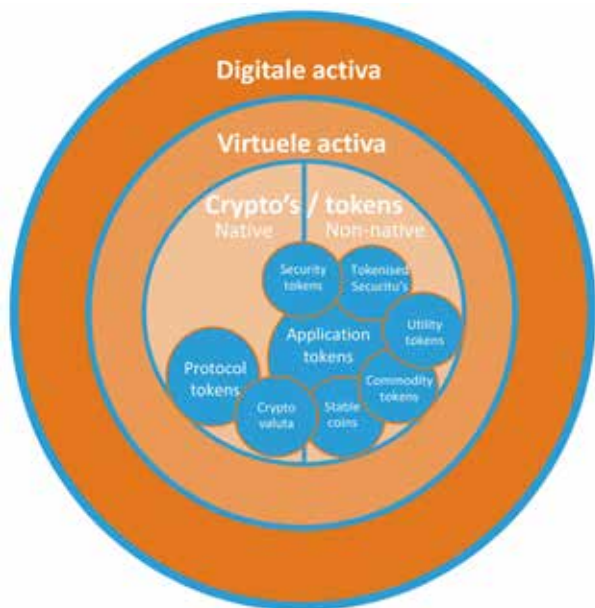
Al zwemmende, moeten we voorkomen niet in een draaikolk van begrippen te komen. Om die reden eerst even wat terminologische verduidelijking. Door de vele technologische mogelijkheden zijn er evenzoveel verschijningsvormen waarvoor allerlei termen worden gebruikt. De overkoepelende term is digitaal; een digitaal activum is een niet tastbare, elektronische vorm van een activum of gebruiksrecht. Als we dieper duiken, komen we bij de virtuele activa, waarvan virtuele valuta een verschijningsvorm is. Wat opvalt in de definitiebepalingen van 'virtuele activa' in de FATF aanbevelingen³ respectievelijk 'virtuele valuta' in de AMLD V en Wwft⁴ is dat niet wordt gerefereerd aan cryptografie of aan DLT. In de volgende paragraaf zal ik toelichten dat juist dit twee onderscheidende kenmerken zijn voor crypto's/tokens ten opzichte van andere digitaal geadminis-

treerde rechten.⁵ Desondanks lijkt met virtuele valuta in de AMLD en Wwft bedoeld te worden op cryptovaluta, dat weer een bepaald type token is.⁶

Het is de vraag of het water niet juist troebeler wordt met al deze verschillende definitiebepalingen en nuanceverschillen. Hoe het ook zij, ik houd er aan vast dat de termen 'crypto's', 'cryptoactiva' en 'tokens' synoniemen van elkaar zijn en een verschijningsvorm van een 'virtueel activum' beschrijven, wat op haar beurt weer een verschijningsvorm van een 'digitaal activum' is. 'Virtuele valuta' is een aanduiding van een type 'virtueel activum', evenzo een 'cryptovaluta' een type 'token' is, maar geen synoniem voor de meeromvattende term 'crypto's' of 'tokens'. Er bestaan immers veel meer soorten crypto's/tokens dan cryptovaluta. Illustratief leidt dat tot de globale onderverdeling in de figuur links onderaan deze pagina.

Wat is tokenisation?

Nu we in iets helderder water zwemmen, wordt het tijd om dieper in te gaan op tokenisation. Met tokenisation wordt bedoeld op het proces van het digitaliseren van een goed/activum op een gedeeld digitaal grootboek (een distributed



3 In de aanbevelingen van de Financial Action Task Force (FATF) wordt een virtueel activum gedefinieerd als 'a digital representation of value that can be digitally traded, or transferred, and can be used for payment or investment purposes. [...]': Zie: FATF (2012-2020), International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation, FATF, Paris, France, www.fatf-gafi.org/recommendations.html.

4 In de AMLD en Wwft is gekozen voor de term 'virtuele valuta' in plaats van de ruimere term 'virtuele activa' zoals opgenomen in de aanbevelingen van de FATF. De definitie van virtuele valuta luidt: 'een digitale weergave van waarde die niet door een centrale bank of een overheid wordt uitgegeven of gegarandeerd, die niet noodzakelijk aan een wettelijk vastgestelde valuta is gekoppeld en die niet de juridische status van valuta of geld heeft, maar die door natuurlijke of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld.'

5 Zie voor definities voor cryptoactiva onder meer: concept MiCA verordening, zie voetnoot 2; Bank for International Settlements, 'Policy responses to fintech: a cross-country overview', januari 2020, p. 9, te raadplegen via: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights23.pdf>; ECB Crypto-Assets Task Force (2019), 'Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures', Occasional Paper Series, No 223, mei 2019, p. 7, te raadplegen via: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf> en herhaald in ECB Crypto-Assets Task Force (2020), 'Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area', Occasional Paper Series, No 247, September 2020, p.8, te raadplegen via: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op247~fe3df92991.en.pdf>; EBA Report on crypto-assets, 9 januari 2019, p. 10-11, te raadplegen via <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>; ESMA Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 januari 2019, p. 42, te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, en de bijlage daarbij, te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf; Financial Stability Board, Crypto-assets Work underway, regulatory approaches and potential gaps, 31 mei 2019, p. 10, te raadplegen via: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P310519.pdf>; en DNB en AFM rapport, 'Crypto's – aanbevelingen voor een regelgevend kader', december 2018, p. 9, te raadplegen via: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2019/01/18/advies-afm-en-dnb-rapport-crypto%E2%80%99s-aanbevelingen-voor-een-regelgevend-kader>.

6 Ik betwijfel of de wijze waarop de term 'virtuele valuta' is geïmplementeerd in de Wwft volledig aansluit bij de intenties van de Europese wetgever. In overweging 10 van de AMLD V wordt namelijk benadrukt dat AMLD V beoogt om niet alleen virtuele valuta die als betaalmiddel worden gebruikt te bestrijken, maar ook ziet op virtuele valuta die als ruilmiddel, belegging, middel om waarde op te slaan of om te gebruiken in onlinecasino's. Echter, dit volgt niet met zoveel woorden uit de definitiebepaling van virtuele valuta in de AMLD V zelf. Ook de eerdergenoemde concept MiCA verordening neemt als uitgangspunt dat het begrip cryptoactiva in de MiCA verordening moet overeenstemmen met het begrip virtuele activa dat gebezigd wordt in de aanbevelingen van de FATF (zie: overweging 8, concept MiCA verordening, zie voetnoot 2).

ledger). Ik haalde eerder al de trend van dematerialisatie aan. Dematerialisatie zorgt ervoor dat activa, zoals schuld-papier, een blokje goud of een aandelenbewijs niet langer fysiek van hand tot hand hoeven te gaan, maar dat er geleverd kan worden door middel van een aanpassing in een digitaal register (bijvoorbeeld door een debitering of creditering van een effectenrekening gelijktijdig met de gepaard gaande creditering of debitering van de gekoppelde betaalrekening). Een kenmerkend verschil ten opzichte van dematerialisatie van financiële instrumenten is het gebruikmaken van distributed ledger technology (DLT) in geval van tokenisation. DLT is ‘*een klasse technologieën die de gedistribueerde registratie van versleutelde gegevens ondersteunen*’.⁷ Blockchain is de bekendste vorm van DLT. Daar waar in geval van dematerialisatie sprake is van een centraal register waarin de uitgifte en verhandelingen van financiële instrumenten worden geregistreerd, vormt in geval van tokenisation de technologie zelf het gedeelde register. Overigens kunnen niet slechts financiële instrumenten worden ‘tokenised’.⁸ In feite kan vrijwel elk goed of gebruiksrecht – geheel of opgeknipt in delen – via tokenisation overdraagbaar gemaakt worden op een blockchain. Door de vele verschijningsvormen kunnen tokens ook allerlei doeleinden dienen. Van incentive, ruilmiddel en investering tot het toegankelijk maken van goederen of diensten.⁹

Dit brengt me op een belangrijk onderscheid tussen de verschillende verschijningsvormen van digitale tokens. Native tokens moeten worden onderscheiden van non-native tokens.¹⁰ Native tokens zijn digitale activa die alleen bestaan op de betreffende blockchain (‘on-chain’) en niet ook daarbuiten (‘off-chain’). Non-native tokens zijn daarentegen een digitale representatie van een waarde die ook buiten de blockchain bestaat. De intrinsieke waarde van een native token is gebaseerd op de blockchain waarop ze zijn uitgegeven, terwijl de intrinsieke waarde van een non-native token gebaseerd is op het onderliggende off-chain ‘tokenised’ activum.

Alle protocol tokens zijn bijvoorbeeld native tokens; deze worden gecreëerd om een incentive te bieden aan miners

die ervoor moeten zorgen dat het consensus protocol van de betreffende blockchain – en daarmee de integriteit van het gedecentraliseerde systeem – blijft werken. Bitcoin, Ether en Litecoin zijn hiervan voorbeelden. Afhankelijk van de blockchain is het ook mogelijk om op de protocol laag (de blockchain) een toepassing laag (*application layer*) te bouwen. De blockchain Ethereum, met als protocol token Ether, biedt bijvoorbeeld de mogelijkheid aan derden om ‘dApps’ te bouwen op het Ethereum protocol. Deze ‘dApps’ hebben ook een eigen native token die application tokens worden genoemd. Application tokens worden door middel van een smart contract op een reeds bestaande blockchain (zoals Ethereum) gecreëerd en overdraagbaar gemaakt. Application tokens kunnen echter ook non-native tokens zijn en derhalve een digitale representatie zijn van een off chain waarde. Zo moet een security token worden onderscheiden van een tokenised security. Security tokens zijn native application tokens die in een security token offering worden gecreëerd en uitgegeven op een bestaande blockchain, terwijl tokenised securities een vorm van non-native tokens zijn die de digitale vertegenwoordiging van effecten op een blockchain zijn welke effecten reeds off chain zijn uitgegeven. Een ander voorbeeld van een non-native application token is een commodity token zoals een goud token dat een digitaal eigendomsrecht op de onderliggende grondstof goud representeert.

Het onderscheid tussen native tokens en non-native tokens evenals het onderscheid tussen protocol tokens en application tokens kan relevant zijn voor de toepasselijke wet- en regelgeving op de uitgifte, verhandeling en dienstverlening met betrekking tot de tokens. Hier ga ik verder in dit artikel dieper op in.

Tokens zijn cryptografische versleutelde digitale verschijningsvormen van activa of gebruiksrechten op een blockchain

Voor dit artikel is voorts relevant om te benadrukken dat tokens cryptografisch versleutelde digitale verschijningsvormen van activa of gebruiksrechten zijn. Dit is een ander kenmerkend verschil tussen dematerialisatie en tokenisation. De cryptografische versleuteling in het proces van tokenisation wordt bereikt door een algoritme dat een specifieke (grote) input omzet naar een kleinere tekenreeks (encryption). Dit wordt de hashfunctie genoemd. Blockchains maken veelal gebruik van het SHA-256 algoritme; een hashfunctie die een unieke output (hashwaarde) creëert waardoor het onmogelijk is om de input te achterhalen tenzij je beschikt over de sleutel (decryption). Met een hashfunctie kun je derhalve bepaalde input versleutelen en ontoegankelijk maken voor derden die geen toegang hebben tot de output van de hash (de hashwaarde). De tokens worden gehouden in een digitale portemonnee, een wallet. Blockchains gebruiken een sleutelbaar dat toegang geeft tot de wallet (/het cryptoadres): een publieke sleutel en een privésleutel. Een publieke sleutel is publieke-

7 Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende een proefregeling voor marktinfrastructuur op basis van distributed ledger-technologie, COM(2020) 594, te raadplegen via: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0594>. Zie voor een vergelijkbare definitie ook de concept MiCA verordening (zie voetnoot 2).

8 Zie hiertoe ook de definitie die de FSB aan tokenisation geeft: Financial Stability Board (FSB) (2019), ‘*Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications*’, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060619.pdf>, p. 14.

9 Zie onder meer een recente publicatie van het Europees Parlement met betrekking tot aanbevelingen gericht aan de Europese Commissie ten aanzien van Digital Finance: European Parliament, ‘*Digital Finance: emerging risks in crypto-assets – regulatory and supervisory challenges in the area of financial services, institutions and markets*’, 2020/2034 (INL), 8 oktober 2020, o.a. overwegingen D-G, R en AN, te raadplegen via: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2020-0265_EN.pdf.

10 OECD (2020), *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*, OECD Blockchain Policy Series, <https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.pdf>.

lijk bekend (vergelijkbaar met een e-mailadres of je IBAN) en dient ter identificatie. Een privésleutel daarentegen is nodig om toegang te krijgen tot het cryptoadres en is geheim (vergelijkbaar met je wachtwoord voor je e-mailaccount of je pincode). Een privésleutel dient ter authenticatie/verificatie en versleuteling/codering. Er kan slechts worden beschikt over de tokens die op een cryptoadres worden gehouden door een persoon die toegang heeft tot de privésleutel die bij de publieke sleutel hoort binnen het uitgegeven sleutelbaar. Als je jouw privésleutel verliest, heb je geen toegang meer tot je wallet. Anders dan in geval van het verliezen van je e-mailwachtwoord of je pincode, kun je je privésleutel niet herstellen. Het kwijtraken van je privésleutel resulteert erin dat je de mogelijkheid verliest om te beschikken over de tokens die gehouden worden in je wallet. Om die reden is het heel belangrijk dat dienstverleners die namens jou (een kopie van) je privésleutel(s) bewaren (*custodian wallet providers*) dat op een adequate en integere wijze doen. Dergelijke partijen vallen sinds vorig jaar onder het integriteitstoezicht in de Wwft, waarover hierna meer.

Als ik de bovenstaande, technische omschrijving illustratief samenvat, ziet dat er als volgt uit.

Tokenisation en het integriteitstoezicht

Voor cryptovaluta¹¹ is met de AMLD V een eerste stap gezet in het reguleren van een deel van de cryptomarkt. Sinds 21 mei 2020 geldt in Nederland een registratieplicht voor bepaalde cryptodienstverleners op grond van de Wwft. Ondanks het gezamenlijke belang van de lidstaten (en daarbuiten) om één duidelijk kader te hebben dat witwassen en financieren van terrorisme tegengaat, verplicht AMLD V slechts tot minimumharmonisatie. In het licht van de geïntroduceerde registratieplicht voor cryptodienstverleners is dat spijtig. Gezien het van nature cross border karakter van cryptodienstverlening (een blockchain laat zich immers lastig door digitale landsgrenzen indammen), maakt een afwijkend regime per lidstaat het niet alleen voor de cryptodienstverleners een disproportionele opgave om hun diensten te verlenen in volledige compliance met alle nati-

| Type token | Definitie | Native token (alleen on chain) of non-native token (ook off-chain) | Voornaamste doel | Voorbeelden |
|---|--|--|--|--|
| Protocol token | Crypto's die noodzakelijk zijn voor het functioneren van een blockchainnetwerk <small>(ontleend aan definitie van native crypto's in het rapport van de AFM en DNS, 'Crypto's [...]', zie voetnoot 9)</small> | Native | Incentive miners werking consensus protocol blockchain | Bitcoin Ether Litecoin |
| Application token | Cryptografische tokens die uitgegeven worden op een toepassingslaag op een bestaand protocol (blockchain) | Kan beide | Afhankelijk van type application token. Hieronder worden voorbeelden van application tokens gegeven. | Binance Coin REP (Augur) |
| Stable coins | Digitale waarde-eenheden die verschillen van bestaande valutavormen en afhankelijk zijn van een reeks stabilisatietools om schommelingen in hun prijs ten opzichte van een valuta of mandje valuta's tot een minimum te beperken <small>(ontleend aan ECB rapport 'Stablecoins [...]', zie voetnoot 9)</small> | Non-native | Verminderde volatiliteit door achterliggende 'vaste' waarde | Tether; achterliggende waarde: USD |
| Security tokens vs Tokenised security | Tokens waarvan de onderliggende economische functie investeren is en rechten en verplichtingen voor de houders met zich brengt <small>(ontleend aan BIS rapport 'Policy responses to fintech [...]', zie voetnoot 9)</small> | Native Non-native | Investering | Polymath Maecenas Crowdlo tokens |
| Utility tokens | Een type cryptoactief dat bedoeld is om digitale toegang tot een goed of dienst te geven, beschikbaar is op DLT, en dat alleen door de emittent van dat token wordt geaccepteerd (artikel 3(1)(5) MiCA) | Kan beide | Toegankelijk maken van goederen of diensten | Civic Golem Ox |
| Crypto valuta | Een digitale weergave van waarde die niet door een centrale bank of een overheid wordt uitgegeven of gegarandeerd, die niet noodzakelijk aan een wettelijk vastgestelde valuta is gekoppeld en die niet de juridische status van valuta of geld heeft, maar die door natuurlijke of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld (betreft definitie van virtuele valuta in de AMLD/Wwft) | Kan beide | Ruilmiddel | Bitcoin Monero Tether |
| Commodity tokens | Een type cryptoactief dat een stabiele waarde tracht te behouden door te verwijzen naar de waarde van diverse fiduciaire valuta die een wettig betaalmiddel zijn, één of meer grondstoffen, of één of meer cryptoactief, of een combinatie van dergelijke activa <small>(ontleend aan de definitie van asset-referenced token in artikel 3(1)(3) MiCA)</small> | Non-native | Investering | Digix |

11 Of beter: virtuele valuta, zie onder andere voetnoot 4. Ik zal in deze paragraaf echter refereren aan cryptovaluta en cryptodienstverleners.

onale bijzonderheden, maar wordt ook handhaving een onbegonnen zaak.¹²

Mogelijk wordt dit binnenkort alweer gewijzigd. Daags voor de inwerkingtreding van de implementatiewet AMLD V in Nederland publiceerde de Europese Commissie een actieplan met als doel een meer geharmoniseerd AML/CFT-beleid binnen de EU. De hierin geformuleerde actiepunten zien onder meer op het verbreden van de reikwijdte van de AMLD op dienstverleners actief in de cryptomarkten.¹³

Maar even terug naar het startblok. De registratieplicht geldt vooralsnog voor twee typen cryptodienstverleners. Enerzijds aanbieders van bewaarportemonnees (*custodian wallets*) en anderzijds voor aanbieders van wisseldiensten

tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta. Deze dienstverleners krijgen een poortwachterfunctie ter borging van de integriteit van het financiële stelsel.

Partijen die diensten aanbieden als gevolg waarvan zij kunnen beschikken over de cryptografische privésleutel van het benodigde sleutelpaar dat toegang geeft tot een wallet namens de klant, worden geacht aanbieders van bewaarportemonnees te zijn.¹⁴ Onder ‘beschikken’ wordt verstaan het kunnen aanhouden, opslaan en overdragen van virtuele valuta. In de memorie van toelichting wordt verduidelijkt dat partijen die geen toegang hebben tot de privésleutel en derhalve niet kunnen beschikken over virtuele valuta die opgeslagen zijn in de wallet van een klant niet onder de registratieplicht vallen.¹⁵ Deze toevoeging is relevant omdat er diverse soorten wallets zijn. Er zijn hardware wallets (aparte devices waarop de privésleutel(s) kan/kunnen worden opgeslagen) en software wallets (digitale wallets die op een bestaand device worden geïnstalleerd en waarin de privésleutel(s) wordt/worden opgeslagen) die weer onderverdeeld kunnen worden in desktop wallets, mobile wallets en online wallets (die in principe online gehouden worden bij een derde dienstverlener). Een ander onderscheid binnen software wallets is hot wallets (verbonden met het internet) en cold wallets (niet verbonden met internet).¹⁶ Ook kan er nog gekozen worden voor multi-crypto wallets (wallets waarin de privésleutels van meerdere tokens kunnen worden opgeslagen). Een voor de Wwft relevant onderscheid is nog tussen custodian wallets en non-custodian wallets. Enkel de aanbieders van custodian wallets die kunnen beschikken over de privésleutel en derhalve over de virtuele valuta van een klant, vallen onder de registratieplicht van de Wwft.

Partijen die kunnen beschikken over de virtuele valuta van klanten omdat ze toegang hebben tot de privésleutel vallen onder de registratieplicht zoals opgenomen in de Wwft

De reikwijdte van de registratieplicht voor dit type cryptodienstverlener is dan ook vooralsnog vrij beperkt. Aanbieders van andere bewaardiensten, zoals dienstverleners die off chain activa onder zich houden als onderpand voor de op basis van die activa gecreëerde non-native tokens, vallen vooralsnog niet onder de Wwft registratieplicht. Bovendien strekt de registratieplicht zich niet uit over alle verschij-

12 Onze oosterburen hebben bijvoorbeeld een ruimere reikwijdte gegeven aan de AML/CFT-verplichtingen die van toepassing zijn op ‘cryptodienstverleners’ door het introduceren van een definitiebepaling voor ‘Kryptowerte’ (cryptoactiva) die aansluit bij overweging 10 van de AMLD V en dus ruimer is dan de definitiebepaling voor ‘virtuele valuta’ in de AMLD V zelf. In artikel 1 onder 11 van het Duitse equivalent van de Wft, de Kreditwesengesetz, wordt ‘Kryptowerte’ gedefinieerd als ‘Digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann’. Vergelijkend met onze definitie voor virtuele valuta in de Wwft leidt dit tot de volgende vertaling van de Duitse definitie voor Kryptowerte afgezet tegen de Nederlandse definitie voor virtuele valuta: ‘een digitale weergave van waarde die niet door een centrale bank of een overheid wordt uitgegeven of gegarandeerd, die niet noodzakelijk aan een wettelijk vastgestelde valuta is gekoppeld en die niet de juridische status van valuta of geld heeft, maar die door natuurlijke of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard op basis van een overeenkomst of feitelijke praktijk, als betaalmiddel wordt aanvaard of wordt gebruikt voor beleggingsdoeleinden en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld’. Maar onze oosterburen hebben ook een vergunningplicht, in plaats van ‘slechts’ een registratieplicht, geïntroduceerd voor cryptodienstverleners, dus het lijkt erop dat aldaar bewust voor een strengere regime is gekozen dan voorgeschreven in de AMLD V. In het Franse equivalent van de Wft, de ‘Code monétaire et financier’, lijkt een vergelijkbare definitiebepaling te zijn opgenomen als in onze Wwft. In artikel L54-10-1 van de Code monétaire et financier is gekozen voor een definitiebepaling voor de meer omvattende term ‘actifs numériques’ (digitale activa). Hieronder wordt onder meer verstaan ‘Toute représentation numérique d’une valeur qui n’est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n’est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d’une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d’échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement’. Vrij vertaald komt dit overeen met de Nederlandse definitiebepaling voor ‘virtuele valuta’ in de Wwft. Echter, ook de Fransen doen er een scheepje bovenop waar het ‘cryptodienstverlening’ betreft. De Fransen maken onderscheid tussen een verplicht registratieregime op basis van AMLD V en een vrijwillig vergunningregime voor dienstverleners die andere ‘cryptodiensten’ aanbieden dan die onder de reikwijdte van AMLD V vallen. Om dergelijke andere ‘cryptodiensten’ te kunnen aanbieden aan Franse ingezetenen is een vergunning echter wel verplicht. Zie hierover in meer detail: <https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/publications/french-law-paves-the-way-for-the-digital-assets-services-providers-regulation>.

13 Europese Commissie, C(2020) 2800 final, 7 mei 2020, te raadplegen via: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/200507-anti-money-laundering-terrorism-financing-action-plan_en.pdf.

14 Zie de definitie van ‘aanbieder van een bewaarportemonnee’ in artikel 1, eerste lid Wwft. Hoewel de term *virtuele* valuta wordt gebruikt in de Wwft, volgt uit de definitie dat enkel custodian wallet providers die kunnen beschikken over de *cryptografische* privésleutel van een derde worden geacht een bewaarportemonnee aan te bieden. Juist de cryptografische versleuteling is een onderscheidend kenmerk van cryptovaluta ten opzichte van andere virtuele valuta.

15 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 245, nr. 3, p. 4 en p. 31.

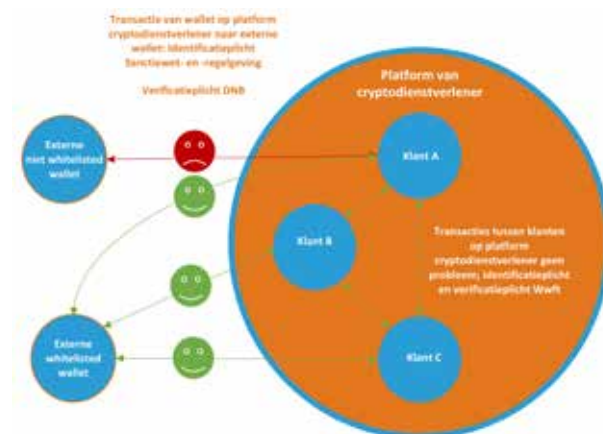
16 Zie voor het verschil tussen software en hardware wallets en ‘hot’ en ‘cold’ wallets het 2019 EBA Report on crypto assets, p. 9.

ningsvormen van virtuele activa, maar beperkt deze zich tot enkel virtuele (lees: crypto) valuta.

Naast custodian wallet providers vallen partijen die beroeps- of bedrijfsmatig diensten aanbieden voor het wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta onder de registratieplicht van de Wwft. Daar waar de wetgever nalaat om goed te duiden wat hieronder wordt verstaan, ziet DNB haar kans schoon. Met de wetgever licht DNB toe dat hieronder partijen worden verstaan die virtuele valuta omzetten in fiduciaire valuta, waaronder ook vallen aanbieders/beheerders van een ATM die onttrekkingen van ‘virtuele valuta rekeningen’ in de vorm van fiduciaire valuta mogelijk maken.¹⁷ DNB vultaan dat onder de registratieplicht ook vallen partijen die beroeps- of bedrijfsmatig op andere wijze wisseldiensten tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta aanbieden. Als voorbeelden noemt DNB partijen ‘die koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot crypto’s op zodanige wijze samen brengen dat er een overeenkomst uit voortvloeit volgens de regels van het platform, door zelf als tegenpartij op te treden of door als bemiddelaar op te treden (als broker)’. DNB doelt hierbij op de verschillende diensten die crypto exchanges en crypto brokers aanbieden. Deze uitleg is mijns inziens, op grond van de huidige AMLD V/Wwft, veel te ruim. Er kan enkel sprake zijn van wisseldiensten indien er ook daadwerkelijk fiduciaire valuta mee gemeoid zijn.

De registratieplicht zelf heeft ook aardig wat stof doen opwaaien. Per eind 2020 zijn slechts vijftien partijen geregistreerd door DNB en zijn evenzoveel aanvragen nog in behandeling. Circa 26 partijen hebben een poging gedaan om geregistreerd te worden, maar hebben zich teruggetrokken in het proces. De systematische integriteitsrisicoanalyse (SIRA) en compliance met de Sanctiewet- en regelgeving bleken vooral lastige hordes om te nemen. Dit komt onder meer omdat DNB vergaande eisen stelt aan de wijze waarop cryptodienstverleners kunnen voldoen aan de integriteitswetgeving. Gezien het feit dat slechts het cryptoadres, de publieke sleutel en bepaalde transactiedata openbaar zijn in een blockchain maar de identiteit van de rechthebbende van de crypto’s niet, kunnen crypto’s misbruikt worden voor criminele doeleinden.¹⁸ Om te voorkomen dat Sanctiewet- en regelgeving wordt overtreden, eist DNB dat eenieder die betrokken is bij een cryptotransactie niet alleen wordt geïdentificeerd maar dat ook iedere betrokken identiteit wordt geverifieerd. Er rust weliswaar een dergelijke verificatieplicht op cryptodienstverleners ten aanzien van hun eigen klanten op grond van de Wwft, maar niet ook ten aanzien van derden betrokken bij een transactie. Deze verdergaande verificatie eis volgt ook niet uit de Sanctiewet- en regelgeving.

Ter visualisatie van de verschillende verplichtingen van cryptodienstverleners als poortwachters onder het integriteitstoezicht door DNB:



DNB spoort cryptodienstverleners aan om een whitelisting beleid te voeren met geverifieerde wallets en enkel transacties van en naar whitelisted wallets toe te staan. Binnen dit whitelisting beleid verwacht DNB van cryptodienstverleners, voor zover de cryptodienstverlener transacties buiten het eigen platform – en derhalve met externe wallets – faciliteert, dat enkel wallets worden geacordeerd waarvan de cryptodienstverlener heeft kunnen vaststellen dat de betreffende persoon erover kan beschikken.¹⁹ Met andere woorden: het moet de cryptodienstverlener genoegzaam blijken dat de opgegeven persoon toegang heeft tot de privésleutel die matcht met de publieke sleutel die bij het cryptoadres hoort. DNB noemt zelf als mogelijkheden om dit doel te bereiken (voor wat betreft externe, niet door de cryptodienstverlener zelf verstrekte wallets): scherm delen of videobellen op het moment dat de betreffende persoon inlogt, het verrichten van een transactie vanaf dat cryptoadres of een crypto pennycheck waarbij een kleine hoeveelheid virtuele valuta wordt overgemaakt binnen een bepaald timeframe naar een cryptoadres waarover de cryptodienstverlener kan beschikken. Ook heeft DNB aanvaard dat het delen van ‘near real time’ screenshots een manier kan zijn waarop de identiteit van een houder van een externe crypto wallet of cryptoadres geverifieerd kan worden.

De whitelisting verplichting heeft vergaande gevolgen voor de cryptodienstverlener. In de praktijk resulteert het er voornamelijk in dat geen enkele Nederlandse cryptodienstverlener transacties van en naar cryptoadressen van derden faciliteert. De vraag rijst of cryptodienstverleners een wettelijke grondslag hebben om de persoonsgegevens die zij verkrijgen door de whitelisting te verwerken. Hoewel er wellicht een gerechtvaardigd belang is, hebben cryptodienstverleners in ieder geval geen wettelijke plicht om deze persoonsgegevens te verwerken. De Sanctiewet- en -regelgeving schrijft dit immers niet voor. Bovendien kunnen vraagtekens worden geplaatst bij de effectiviteit van whitelisting. Het biedt immers geen zekerheid dat de persoon die toegang heeft tot de privésleutel van een cryptoadres ook

17 DNB, Factsheet ‘Diensten voor het wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta’, nr. 02385, 11 november 2019, te raadplegen via: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-sectoren/aanbieders-cryptodiensten/registratieaanvraag/diensten-voor-het-wisselen-tussen-virtuele-valuta-en-fiduciaire-valuta; Kamerstukken II 2018/19, 35 245, nr. 3, p. 4 en p. 31.>

18 Zie ook overweging 9 AMLD V.

19 DNB, Factsheet ‘Het screenen van de tegenpartij bij een (inkomende en uitgaande) transactie’, nr. 02465, 23 september 2020, te raadplegen via: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-sectoren/aanbieders-cryptodiensten/integriteitstoezicht-op-aanbieders-van-cryptodiensten/sanctiewet-1977/het-screenen-van-de-tegenpartij-bij-een-inkomende-en-uitgaande-transactie.>

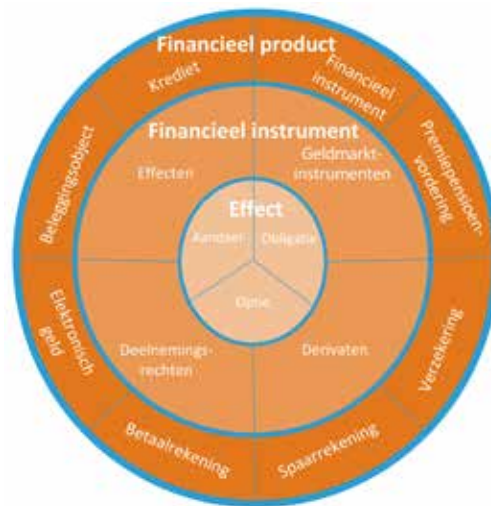
de uiteindelijk rechthebbende is van de crypto's die op het betreffende adres worden gehouden. Er kunnen meerdere personen over de privésleutel beschikken, er kan een (keten aan) custodian wallet provider(s) tussen zitten, er kunnen ouderwetse stromannen worden gebruikt, en ga zo maar door. Een crypto pennycheck is daarnaast onwenselijk en kan buitenproportioneel duur zijn omdat de transactiekosten op een blockchain hoog kunnen zijn. Het is evident dat het belangrijk is dat de integriteit van zowel de off chain financiële markten als de on chain crypto markten wordt bewaakt, maar de thans opgelegde maatregelen lijken vooral operationele en commerciële uitdagingen met zich te brengen voor de cryptodienstverleners die zich op de Nederlandse markt willen richten en derhalve onderworpen zijn aan de registratieplicht onder de Wwft. Zolang niet binnen de EU, of – waar het sanctiewetgeving betreft – liever nog wereldwijd, dezelfde eisen worden gesteld aan cryptodienstverleners, sorteert de door DNB opgelegde whitelisting verplichting mijns inziens niet het effect dat het beoogt. De ‘echte boeven’ zullen methodes blijven vinden om hun criminele doeleinden te bewerkstelligen. Dit terwijl de concurrentiepositie van cryptodienstverleners die in Nederland actief zijn, verslechtert ten opzichte van hun concurrenten in andere landen waar dergelijke maatregelen niet getroffen hoeven worden. Klanten met goede bedoelingen ervaren dergelijke whitelisting maatregelen immers al snel als administratieve rompslomp, die meer tijd en geld kost dan bij de concurrent ‘om de digitale hoek’.

Verenigde Bitcoinbedrijven Nederland (VBNL) is met DNB in gesprek op welke wijze de toepasselijke integriteitswetgeving op een proportionele wijze kan worden toegepast zonder afbreuk te doen aan het doel van de wetgeving. Deze dialoog is geopend naar aanleiding van een brandbrief gericht aan DNB van de VBNL namens 25 cryptodienstverleners, waaronder VBNL-leden maar ook andere stakeholders.²⁰ DNB heeft op 10 februari 2021 schriftelijk gereageerd op deze brandbrief.²¹ Op 25 januari jl. is één van de geregistreerde cryptodienstverleners echter een bestuursrechtelijk kort geding begonnen tegen DNB met als uiteindelijk doel om de whitelisting verplichting van tafel te krijgen. Vele cryptodienstverleners hebben zich achter deze procedure geschaard en via VBNL een ondersteunende brief gericht aan de rechtbank, welke brief als aanvullend processtuk onderdeel is geworden van de procedure.

Tokenisation en het financiële toezicht

Implementatie van de AMLD V in de Wwft brengt twee typen cryptodienstverleners onder het integriteitstoezicht. De markt is er eveneens bij gebaat om verduidelijking te krijgen over het toepassingsbereik van het financiële

toezichtrecht op tokens en gepaard gaande dienstverlening. Bij gebrek aan een specifiek kader, zal geanalyseerd moeten worden in hoeverre de bestaande financiële wet- en regelgeving van toepassing is. Door de verschillende verschijningsvormen van tokens dient per type een analyse te worden gemaakt. In de Wft wordt grofweg onderscheid gemaakt tussen financiële producten, financiële instrumenten en effecten. Heel algemeen gesteld geldt dat onder meer het aanbieden van, adviseren over en bemiddelen in dergelijke producten in principe onder een vorm van financieel toezicht staan. Om te bepalen in hoeverre de aanbieding van crypto's en gepaard gaande dienstverlening onder het bestaande financieel toezichtrechtelijke kader valt, dient derhalve beoordeeld te worden in hoeverre de tokens *de facto* cryptografisch versleutelde digitale verschijningsvormen van één of meerdere financiële producten zijn. Met andere woorden: valt de crypto binnen de definitie van een financieel product?



Om dit artikel enigszins behapbaar te houden, beperk ik mij tot protocol tokens, cryptovaluta en een enkel type application token. De concept MiCA verordening beoogt om crypto's die momenteel niet onder een financieel toezichtrechtelijk kader vallen te reguleren. Daartoe definieert de concept MiCA verordening drie verschijningsvormen van tokens: gebruikstokens (*utility tokens*), asset-referenced tokens en e-money tokens.²² Deze typen tokens laat ik in dit artikel buiten beschouwing.

Als tokens de facto cryptografisch versleutelde financiële producten zijn, valt de aanbieding van dit soort tokens en gepaard gaande dienstverlening onder financieel toezicht

Om te beginnen bij het begin: bitcoin. Bitcoin is een protocol token en kwalificeert ook als een cryptovaluta. Er lijkt mondiaal consensus over te bestaan dat cryptovaluta geen

20 Zie voor de brief: <https://bitonic.nl/public/2020-11-02-Fin-VBNL-DNB-MvF.pdf>. Tweede Kamerlid Alkaya heeft Kamervragen gesteld naar aanleiding van de brief, waarop minister Hoekstra inmiddels heeft geantwoord. Zie: <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/kamervragen/detail?id=2020D47105>.

21 Zie voor de brief: <https://www.dnb.nl/actueel/nieuws-toezicht/toezicht-nieuwsberichten-2021/brief-dnb-aan-de-vbni>.

22 Artikel 3, eerste lid concept MiCA verordening, zie voetnoot 2.

geldmiddel (*legal tender*) zijn, maar wel een ruilmiddel.²³ Daarmee hebben cryptovaluta, zoals bitcoin, weliswaar één van de drie functies van geld, maar kwalificeert het (nog) niet als geldmiddel. Er worden vooralsnog drie geldmiddelen onderscheiden: chartaal/contant geld, giraal geld (geadministreerd op je bankrekening) en elektronisch geld (geld dat elektronisch is opgeslagen).²⁴ Pas als een goed alle drie de functies heeft die worden toegedicht aan geld (zijnde naast ruilmiddel de functies van rekeneenheid en opotmiddel), wordt het aangemerkt als geld. Anders dan elektronisch geld, zijn chartaal geld en digitaal geld geen financiële producten in de zin van de Wft. Echter, giraal geld wordt gehouden op een rekening. Betaalrekeningen en spaarrekeningen zijn ieder wél financiële producten. Op die wijze is dienstverlening met betrekking tot de drie thans erkende geldmiddelen gereguleerd. Eerder is de vergelijking gemaakt tussen een cryptoadres en een bankrekening. Als cryptovaluta zouden kwalificeren als een geldmiddel, zou een cryptoadres kunnen kwalificeren als een rekening en derhalve als een financieel product. Echter, zolang cryptovaluta niet als geldmiddel kwalificeren, vallen de aanbieders en dienstverleners daarvan vooralsnog niet onder het toezichtkader dat van toepassing is op betaaldienstverleners (uit hoofde van bijvoorbeeld EMD2²⁵ en/of PSD2²⁶ zoals geïmplementeerd in de Wft). Toch is er geen eensgezindheid over hoe om te gaan met stablecoins. Stablecoins hebben grote gelijkenissen met elektronisch geld.²⁷ Ondanks dat cryptovaluta, waaronder ook stablecoins vallen, niet kwalificeren als geldmiddel en zodoende niet als elektronisch geld omdat het niet de drie functies van een geldmiddel heeft, heeft DNB diverse cryptodienstverleners geregistreerd onder de ‘beperkt netwerk uitzondering’ op grond waarvan deze partijen niet vergunningplichtig zijn.²⁸ Non-native tokens komen vrij snel in de toezichtrechtelijke ‘gevaarzone’. In de Verenigde Staten worden virtuele

valuta bijvoorbeeld aangemerkt als commodities.²⁹ Producten die een commodity als onderliggende waarde hebben (zoals commodity tokens), zijn in beginsel derivaten. Derivaten zijn op hun beurt weer financiële instrumenten. Beleggingsdienstverlening zoals het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders in dergelijke derivaten, evenals het verrichten van beleggingsactiviteiten zoals het exploiteren van een multilateraal handelsplatform, resulteert in beginsel in een vergunningplicht als beleggingsonderneming (uit hoofde van MiFID II³⁰ zoals geïmplementeerd in de Wft). Ook kan andere wetgeving van toepassing zijn, zoals de PRIIPs verordening³¹ en EMIR.³² Voorts zijn er non-native application tokens die kunnen worden aangemerkt als financiële producten, zoals deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling of effecten. Heel kort door de bocht: een token kwalificeert als een deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling indien (i) gelden of andere goederen (die ook crypto’s kunnen zijn) ter collectieve belegging worden gevraagd, (ii) in ruil voor een token dat een economisch recht geeft op een deel van de opbrengsten van de beleggingen die door het beleggingsvehikel worden gedaan en (iii) het vehikel primair een beleggingsdoelstelling heeft (en geen operationeel bedrijfsdoel). Het aanbieden van deelnemingsrechten en het beheren van een beleggingsinstelling (die geen rechtspersoon hoeft te zijn), zijn onderworpen aan een vergunningplicht, of – voor kleine beheerders (voor zover van toepassing)³³ – een registratieplicht (uit hoofde van de AIFMD³⁴ zoals geïmplementeerd in de Wft). Dit klinkt plausibel, maar DLT maakt het ook mogelijk om een ‘DAO’, een decentralized autonomous organization, tokens te laten uitgeven waarvan het smart contract geprogrammeerd is om te beleggen in bepaalde andere activa, welke

23 Zie bijvoorbeeld: Rechtbank Overijssel 14 mei 2014, ECLI:NL:RBOVE:2014:2667, r.o. 4.9, JOR 2014/266, m.nt. mr. B. Bierens; The Law Library of Congress, Global Legal Research Center, ‘Regulation of Cryptocurrency Around the World’, juni 2018, te raadplegen via: <https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/cryptocurrency-world-survey.pdf>.

24 Artikel 1:1 Wft; Artikel 4, lid 25 Richtlijn (EU) 2015/2366 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende betalingsdiensten in de interne markt en artikel 2, Richtlijn 2009/110/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 betreffende de toegang tot, de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld.

25 Zie voetnoot 23.

26 Zie voetnoot 23.

27 Stablecoins creëren in beginsel een vorderingsrecht van de houder op de uitgever van de stablecoins, waardoor stablecoins kunnen kwalificeren als elektronisch geld en daarmee wél worden aangemerkt als geld, met alle toezichtrechtelijke gevolgen van dien. Een uitgever van dergelijke tokens krijgt te maken met een eventuele vergunningplicht als elektronischgeldinstelling en valt, voor zover het eveneens betaaldiensten verleent met dergelijke tokens, ook onder PSD2.

28 Of dit een ‘better safe than sorry’ vorm van registratie is of dat DNB daadwerkelijk van mening is dat de tokens die door de cryptodienstverleners worden uitgegeven op hun eigen platform kwalificeren als betaalinstrument of elektronisch geld is mij niet duidelijk.

29 Op 26 september 2018 stelde een federale rechtbank de Commodity Futures Trading Commission (CFTC) in het gelijk door te bepalen dat U.S. Commodity Futures Trading Commission heeft virtuele valuta, waaronder bitcoin, aangemerkt als commodities omdat ‘it is undisputed that there is futures trading in virtual currencies (specifically involving Bitcoin)’. Memorandum of Decision, *CFTC v. My Big Coin Pay*, No. 18-CV-10077 (D. Mass., Sept. 26, 2018), te raadplegen via: https://www.govinfo.gov/content/pkg/USCOURTS-mad-1_18-cv-10077/pdf/USCOURTS-mad-1_18-cv-10077-0.pdf.

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

31 Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPs).

32 Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters.

33 Op grond van artikel 2:66a Wft komen enkel kleine beheerders die onder de relevante drempelwaarde van € 100 miljoen beheerd vermogen respectievelijk € 500 miljoen beheerd vermogen blijven in aanmerking voor het registratieregime indien zij de deelnemingsrechten – in beginsel – niet aanbieden aan retail beleggers (of in ieder geval aan minder dan 150 retail beleggers per beleggingsinstelling die zij beheren). Een aanbieding van tokens op een blockchain laat zich niet goed beperken, waardoor een dergelijk maximum naar mijn mening een wassen neus is voor kleine beheerders die tokens als deelnemingsrechten willen aanbieden.

34 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

beleggingen invloed hebben op de intrinsieke waarde van de tokens. Is er dan ook sprake van een beleggingsinstelling? Indien deze vraag bevestigend beantwoord wordt, wie geeft dan de deelnemingsrechten uit? En wie beheert in dat geval de beleggingsinstelling? De AIFMD voorziet hier nog niet in. Een ander voorbeeld van tokens die als financieel product kunnen kwalificeren, betreft de eerder aangehaalde security tokens. Security tokens, evenals tokenised securities overigens, kunnen kwalificeren als effecten. Onder de Wft worden bepaalde financiële instrumenten aangemerkt als een effect³⁵ indien het (i) vrij verhandelbaar is, (ii) in enige mate gestandaardiseerd is en (iii) indien dit type financiële instrumenten gewoonlijk op de kapitaalmarkt kan worden verhandeld.³⁶ De aanbidding van security tokens of tokenised securities die kwalificeren als effect (waaronder dus ook verhandelbare opties op security tokens of tokenised securities) valt onder de reikwijdte van de Prospectus Verordening.³⁷ De aanbiedingen van dergelijke tokens blijven echter doorgaans onder de vrijstellingsgrens³⁸ waardoor slechts een beperkt aantal prospectussen is goedgekeurd met betrekking tot aanbiedingen van dit type tokens.³⁹ Als samenvatting van bovenstaande uitweiding zou aan de tabel onder de paragraaf ‘Tokenisation’ de volgende kolom kunnen worden toegevoegd.

Dit is echter geen volledig overzicht en is enkel bedoeld voor wat algemene handvatten. Het is echt afhankelijk van de precieze kenmerken van een token of de aanbidding van en dienstverlening met betrekking tot die token onder het bestaande financiële toezichtkader valt. Uit de voorgaande, niet-limitatieve voorbeelden volgt dat het bestaande kader al aardig wat ruimte biedt. Echter, deze wet- en regelgeving is niet geschreven met crypto’s in het achterhoofd. Immers, zelfs als het type token of de gepaard gaande dienstverlening onder het bestaande kader te plaatsen is, kan juist door DLT de vraag rijzen in hoeverre een (rechts)persoon

kan worden aangewezen die onder toezicht kan komen te vallen. Er heerst dan ook vooral veel onduidelijkheid en daarmee rechtsonzekerheid.

| Type token | Bestaande wet- en regelgeving |
|---|---|
| Protocol token | N.v.t.; geen geldmiddel |
| Application token | Afhankelijk van type token (zie hieronder) |
| Stable coins | Geen consensus; lijkt veel op elektronisch geld. |
| Securities tokens en tokenised securities | Als het kwalificeert als een effect: Prospectus verordening (issuer) en MiFID II (dienstverlener) |
| Utility tokens | Afhankelijk van kenmerken van utility token maar in principe vallen dit soort tokens buiten financieel toezicht |
| Cryptovaluta | Custodian wallet providers en fiat-crypto exchanges: AMLD V/Wwft/Sanctiewet- en regelgeving |
| Commodity tokens | Als het kwalificeert als een derivaat o.a.: MiFID II en EMIR |

Afsluiting

Het proces van tokenisation kan de uitgifte, verhandeling en registratie van activa en gebruiksrechten aanzienlijk versimpelen en versnellen. Maar het lijkt lastig om het hoofd boven water te houden in deze vloedgolf aan technologische ontwikkelingen. Dat geldt niet alleen voor de aanbieders van tokens en cryptodienstverleners, maar ook voor de wetgever en de toezichthouders. Om de technologische innovatie en mogelijkheden van tokenisation alsmede de toepassing van de onderliggende blockchain technologie niet onnodig te belemmeren en om de marktintegriteit en consumentenbescherming te waarborgen, is aanvullende wetgeving dan ook noodzakelijk. De huidige onduidelijkheid moet zo spoedig mogelijk weggenomen worden. Na introductie van het registratieregime voor bepaalde cryptodienstverleners in de AMLD V/Wwft, wordt met de voornoemde concept MiCA verordening een grote stap in de goede richting gezet. Tot die tijd is het vooral zaak dat iedereen zijn ogen wijd openhoudt, ook onder water, zodat de cryptomarkt en haar dienstverleners in Nederland niet kopje-onder gaan.

Dit artikel is begin februari afgesloten.

Over de auteur

Mr. A.M.F. (Anne) Hakvoort (LL.M.)
Advocaat en partner bij FG Lawyers.

35 Artikel 1:1 Wft onderscheidt (i) verhandelbare aandelen of daarmee gelijk te stellen verhandelbare waardebewijzen (zoals certificaten van aandelen), (ii) verhandelbare obligaties of andere verhandelbare schuldinstrumenten, of (iii) enig verhandelbare optie op een effect als bedoeld onder (i) of (ii).

36 Zie onder meer *Kamerstukken II 2006/07*, 29 708, nr. 19, p. 367; Beleidsregel verhandelbaarheid, AFM.

37 Verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten.

38 Deze vrijstellingsgrens is in Nederland € 5 miljoen, berekend per categorie effect (lees equity security token versus debt security token), per (voorliggende) periode van twaalf maanden en rekening houdende met alle aanbiedingen die gedaan zijn binnen de groep van aanbieders waartoe de uitgevende instelling van een security token behoort in de gehele Europese Economische Ruimte. Op grond van artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft is de uitgevende instelling verplicht om een gestandaardiseerd informatiedocument beschikbaar te stellen. Het template daarvoor leent zich niet goed voor de aanbidding van security tokens.

39 In de prospectus registers van ESMA (te raadplegen via: <https://registers.esma.europa.eu/publication/>) tref ik – bij zoekopdrachten ‘token’ en ‘crypto’ – slechts een enkel token prospectus dat goedgekeurd is door de toezichthouder van Liechtenstein (de Liechtenstein Financial Market Authority).