

Initial Coin Offerings (ICO's), wel of niet onder toezicht?

VFP 2018/80

In het artikel 'Cryptovaluta, wel of niet onder toezicht?'² hebben wij een onderscheid gemaakt tussen de verschillende cryptovaluta, namelijk 'coins' en 'tokens'. Het belangrijkste verschil tussen een coin en een token zit in de structuur. Coins zijn afzonderlijke valuta en hebben hun eigen blockchain, terwijl tokens op een al bestaande blockchain worden gecreëerd. Tokens zijn daarom afhankelijk van de functionaliteiten van de bestaande blockchain, terwijl coins zelf hun eigen blockchain verder kunnen ontwikkelen. In dit artikel zullen de 'tokens' centraal staan.

De tokens worden aangeboden door middel van de zogenaamde *Initial Coin Offering* (ICO) ten einde het ophalen van kapitaal bij investeerders ter financiering van een project, zoals bijvoorbeeld de aankoop van vastgoed. In de praktijk zien wij een toename in de hoeveelheid ondernemingen die via een uitgifte van tokens kapitaal ophalen. Mooie aansprekende websites, beroemdheden die de tokens aanprijzen en het gevoel weten op te wekken dat je als belegger in deze moderne tijd niet mag achterblijven, zorgen ervoor dat steeds meer mensen zich laten verleiden tot het beleggen in tokens.

Het beleggen in tokens is echter niet zonder risico. Daarom waarschuwen zowel de nationale als de Europese toezichthouders steeds voor de risico's die zijn verbonden aan investeren in tokens. Daarnaast geldt dat ICO's/het aanbieden van tokens in bepaalde gevallen ondanks andersluidende berichten, wel degelijk onder de Wet op het financieel toezicht (Wft) kunnen vallen. Als geïnteresseerde belegger is het daarom goed om na te gaan of een aanbieder van tokens zich daarvan rekenschap heeft gegeven. Valt het aanbod van tokens wel onder de Wft, maar heeft de aanbieder zich (bewust of onbewust) niet aan de wet gehouden, dan kunnen de toezichthouders handhavende maatregelen treffen met alle gevolgen van dien (ook voor de beleggers).

In deze bijdrage zullen wij eerst kort beschrijven wat ICO's zijn en de risico's verbonden aan het beleggen in tokens aangeboden door ICO's. Vervolgens zullen wij de typen tokens behandelen en ingaan op de kwalificatie van tokens onder Wft. Daarna zullen wij een aantal consequenties bespreken in het geval de Wft van toepassing is. Als laatste volgt een conclusie.

Wat is een ICO?

ICO is een methode waarmee ondernemingen kapitaal bij investeerders ophalen ten einde het verwezenlijken van

hun projecten, zoals het ontwikkelen van hun diensten/producten. De aanbieder biedt de door hem gecreëerde tokens aan potentiële investeerders aan. De investeerders kunnen vervolgens de aangeboden tokens kopen. Met de koopprijs wordt dan het project van de onderneming gefinancierd. Omwille de beperkte lengte van dit artikel, blijven de technische aspecten met betrekking tot de manier waarop de tokens worden aangeschaft (zoals *blockchain* en *smart contracts*) buiten beschouwing.

De ICO lijkt – ruwweg gezegd – enigszins op een IPO (*Initial Public Offering*), zijnde een onderneming die zijn aandelen aanbiedt via de beurs. Een IPO is echter wettelijk tot in detail geregeld. Bij de ICO lijkt dat niet zo te zijn. De tokens zijn vaak ondoorzichtig en het bijbehorende 'whitepaper' leest eerder weg als een marketingbrochure dan het wettelijk geregelde (en ook vaak moeilijk leesbare) prospectus. Veel beleggers laten zich daardoor toch verleiden tot het beleggen (via een ICO) in tokens. Toch is het een misverstand dat ICO's niet door de Wft worden geraakt.

Risico's verbonden aan beleggen in tokens aangeboden door middel van ICO's

Aan het beleggen in tokens is een groot aantal risico's verbonden, zoals het gegeven dat ICO's een eenvoudig middel zijn voor oplichters om investeerders te misleiden, dat de investeerders de verwachte rendementen overschatten en dat de aanbieders niet transparant zijn in hun informatieverstrekking. Het grootste risico is echter – naar onze mening – net als bij coins, dat in de meeste gevallen aan de belegger geen bescherming zal toekomen op grond van de Wft. Denk bijvoorbeeld aan de *Know your customer*-verplichting, *best execution*-verplichting, de verplichting om adequate informatie te verschaffen over de kenmerken van een product en de prudentiële regels, waaronder de solvabiliteitsvereisten, eigenvermogensvereisten, integere bedrijfsuitoefening en vermogensscheiding.

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

Typen tokens

Er zijn verschillende typen tokens, doorgaans kunnen zij verdeeld worden in zogenaamde *utility tokens* en de *equity/security tokens*. *Utility tokens* kennen aan de houder daarvan het recht toe om in de toekomst een bepaald product te kopen, diensten af te nemen of een toegang te verkrijgen

¹ Mw. mr. G.J. Brugman en mw. mr. M. Boulos Jaraisy zijn beiden werkzaam bij BarentsKrans.

² VFP 2018/52.

tot een bepaalde platform. *Equity/security tokens* kennen aan de houder daarvan rechten jegens de uitgevende partij toe, zoals bijvoorbeeld het recht op dividend. Dit laatste type token heeft vaak kenmerken van een effect.

Kwalificatie van de tokens onder de Wft

De vraag of tokens onder de Wft vallen, is afhankelijk van de structuur van de desbetreffende token, ongeacht de naam die aan de token wordt toegekend. Hierna zullen wij een aantal mogelijke kwalificaties noemen. De volgende voorbeelden zijn niet limitatief.

Effecten

Een effect is:

1. een verhandelbaar aandeel of een daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht;
2. een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument; of
3. elk ander door een rechtspersoon/vennootschap verhandelbaar waardebewijs waarmee een in onderdeel 1 of 2 bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld.³

Een token die onder een van de voornoemde categorieën valt, kwalificeert als een effect in de zin van de Wft. Denk bijvoorbeeld aan een verhandelbare token die rechten en verplichtingen van een obligatie inhoudt (zoals het recht op een jaarlijkse coupon) en dus de juridische kenmerken van een verhandelbare obligatie belichaamt. Een dergelijke token kwalificeert als een effect in de zin van de Wft. Een ander voorbeeld is een verhandelbare token die rechten en verplichtingen van (certificaten van) aandelen inhoudt (zoals het recht op dividend) en dus de juridische kenmerken van verhandelbare (certificaten van) aandelen belichaamt. Deze kwalificeert ook als een effect in de zin van de Wft.

Deelnemingsrechten

Deelnemingsrechten zijn participaties in een beleggingsinstelling. Dit kan een naamloze vennootschap voor collectieve belegging zijn die kapitaal ophaalt bij een reeks participanten om vervolgens overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze participanten te beleggen. In ruil voor hun investering krijgen de participanten bijvoorbeeld aandelen in de naamloze vennootschap. Deze aandelen zijn als deelnemingsrechten te kwalificeren. Het voorgaande geldt ook voor een beleggingsfonds (bijvoorbeeld een personenvennootschap zoals een commanditaire vennootschap) dat participaties ter collectieve belegging uitgeeft. Dergelijke participaties kwalificeren eveneens als rechten van deelneming.

Voor zover de naamloze vennootschap of personenvennootschap haar kapitaal door middel van de uitgifte van tokens ophaalt, welke tokens de juridische kenmerken

van deelnemingsrechten belichamen, dan zullen deze tokens ook als zodanig kwalificeren.

Financieel instrument

Een kwalificatie van de token als een effect en/of als een deelnemingsrecht (niet zijnde effect) brengt met zich mee dat de token tevens als een financieel instrument in de zin van de Wft⁴ is aan te merken.

Wat zijn de consequenties als de token valt onder de Wft

Effecten

Als de aangeboden tokens als effecten te kwalificeren zijn, dan dient er in beginsel⁵ voorafgaande aan het aanbieden van dergelijke tokens aan het publiek of (voor zover van toepassing) het doen toelaten daarvan tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglemateerde markt, een door de AFM goedgekeurde prospectus algemeen verkrijgbaar te worden gesteld.⁶ Na goedkeuring kan het prospectus door de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating van de tokens tot de handel op een gereglemateerde markt algemeen verkrijgbaar worden gesteld.⁷

Deelnemingsrechten

Als de aangeboden tokens als deelnemingsrechten te kwalificeren zijn, dan is in beginsel⁸ voor het beheren van de betreffende beleggingsinstelling en voor het aanbieden van de rechten van deelneming daarin in Nederland een vergunning van de Autoriteit Financiële markten (AFM) vereist.⁹ Ook gelden er verschillende eisen voor wat betreft onverplichte en verplichte uitingen (zoals bijvoorbeeld de essentiële beleggersinformatie).

Financiële instrumenten

In het geval de tokens te kwalificeren zijn als financiële instrumenten, dan is voor het verlenen van beleggingsdiensten en/of het verrichten van beleggingsactiviteiten een vergunning van de AFM, in beginsel¹⁰ vereist.¹¹ Onder het verlenen van beleggingsdiensten vallen onder andere:

- het in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot tokens die als financiële instrumenten kwalificeren;
- het in de uitoefening van een beroep of bedrijf uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot tokens die als financiële instrumenten kwalificeren; en
- het in de uitoefening van een beroep of bedrijf adviseren over tokens die als financiële instrumenten kwalificeren.¹²

3 Art. 1:1 Wft.

4 Art. 1:1 Wft.

5 En voor zover er geen uitzondering of vrijstelling geldt.

6 Art. 5:2 Wft.

7 Art. 5:21 Wft.

8 En voor zover er geen uitzondering of vrijstelling geldt.

9 Art. 2:65 Wft.

10 En voor zover er geen uitzondering of vrijstelling geldt.

11 Art. 2:96 Wft.

12 Art. 1:1 Wft.

Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan *wallet providers* die orders van cliënten ontvangen en doorgeven of deze uitvoeren met betrekking tot tokens die als financieel instrumenten kwalificeren. Deze *wallet providers* zijn dus in beginsel vergunningplichtig, tenzij er een uitzondering of een vrijstelling geldt.¹³

Opvorderbare gelden

Bij de uitgifte van tokens zou er, onder bepaalde omstandigheden, sprake kunnen zijn van het aantrekken, ter beschikking te verkrijgen of ter beschikking hebben van opvorderbare gelden, zelfs als het gaat om een *utility token* die als zodanig niet onder de Wft valt. Opvorderbare gelden zijn – kort gezegd – deposito's of andere terugbetaalbare gelden.¹⁴ Wanneer tokens worden gekocht met reguliere valuta en de uitgever/aanbieder van de tokens zich jegens de investeerders heeft verplicht die gelden terug te betalen als een bepaald drempelbedrag niet is behaald door middel van de uitgifte van de tokens, dan is er sprake van het aantrekken van opvorderbare gelden.¹⁵ En dergelijke activiteit is in beginsel verboden op grond van de Wft, tenzij er een uitzondering of een vrijstelling geldt.¹⁶ Is er van die laatste geen sprake, dan dient de onderneming een vergunning te hebben.

Conclusie

De vraag of tokens wel of niet onder de Wft vallen, hangt af van de structuur en de juridische kenmerken van de tokens. Zo kunnen tokens onder andere als effecten, deelnemingsrechten en financiële instrumenten kwalificeren, waardoor bepaalde diensten ter zake deze tokens binnen het toepassingsbereik van de Wft vallen. Diensten verleend in verband met tokens zouden echter ook onder het toepassingsbereik van de Wft kunnen vallen, ondanks dat de tokens als zodanig niet onder enige definitie van de Wft vallen.

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

13 B. Keshawarzi & R. Theissen, 'Initial Coin Offerings en Nederlands financieel toezicht', *Financieel recht in de praktijk*, nr. 3, p. 49-59.

14 Art. 1:1 Wft.

15 J. Baukema, 'Initial Coin Offerings (ICO's): crowdfunding 2.0?', *Financieel recht*, nr. 3, p. 113-121.

16 Art. 3:5 Wft.