

# Initial Coin Offerings (ICO's): crowdfunding 2.0?

mr. J. Baukema<sup>1</sup>

In navolging van de opkomst van virtuele valuta zoals Bitcoin is een trend waarneembaar dat bedrijven proberen (start)kapitaal aan te trekken door de uitgifte van zelf gecreëerde, op blockchaintechnologie gebaseerde, 'virtuele tokens'. Deze nieuwe vorm van crowdfunding vindt plaats via zogenaamde *Initial Coin Offerings* (hierna: ICO's). Vanwege explosieve koersbewegingen staan ICO's volop in de aandacht van de media en toezichthouders. In deze bijdrage bespreekt de auteur de ICO als (potentieel) instrument om via crowdfunding financiering op te halen. Na een inleiding over blockchaintechnologie en ICO's gaat de auteur in op toezichtrechtelijke aspecten die aan een ICO kunnen kleven.

## 1. Inleiding

Blockchain is hot. Vrijwel iedere grote 'corporate' heeft momenteel naar eigen zeggen wel één of meerdere projecten lopen waarmee, al dan niet in samenwerking met ketenpartners of branchegenoten, de toepassing van blockchain of een andere *distributed ledger*-technologie in de praktijk wordt getest.<sup>2</sup> Doel daarbij is veelal tekomen tot optimalisatie van bestaande bedrijfsprocessen en/of het creëren van nieuwe business cases. Tot op heden is het aantal blockchainprojecten dat tot concrete, voor de markt beschikbare, producten heeft geleid echter (zeer) beperkt. Soms komt dat door juridische obstakels die voortvloeien uit bestaande wet- en regelgeving, zoals het privacyrecht.<sup>3</sup> In een aantal andere gevallen blijkt gebruik van blockchaintechnologie toch niet noodzakelijk om het gewenste eindresultaat te bereiken. Een voorbeeld van toepassing van distributed ledger-technologie vormt Bitcoin. De technologie is de 'motor' achter deze meest bekende (of beruchte?) en een aantal andere 'virtuele' valuta zoals *Ether*.<sup>4</sup> In vervolg op de snelle opkomst van dergelijke 'munt'-eenheden of digitale *tokens* is in de afgelopen periode een trend waarneembaar dat bedrijven – veelal *startups* – proberen (start)kapitaal van het publiek aan te trekken door de uitgifte

van zelf gecreëerde, op blockchaintechnologie gebaseerde, tokens. Dit via zogenaamde *Initial Coin Offerings* (hierna: ICO's). Een naam die vanwege de kenmerken van sommige ICO's is afgeleid van het begrip *Initial Public Offering* (IPO). Mede door explosieve koersbewegingen van bepaalde tokens houden ICO's de (toezichtrechtelijke) gemoederen inmiddels flink bezig. In de media maar ook daarbuiten wordt aan ICO's volop aandacht besteed. In deze bijdrage wordt op de ICO nader ingegaan. Is, zoals in de media wel wordt geschetst, inderdaad sprake van crowdfunding 2.0?

Voor het antwoord op deze vraag start paragraaf 2 hierna met een beschrijving van distributed ledger-technologie. In dat kader wordt ook ingegaan op Bitcoin als voorbeeld van een concrete toepassing van de techniek. Paragraaf 3 bespreekt vervolgens de ICO en de belangrijkste typen daarvan, in paragraaf 4 gevolgd door een overzicht van standpunten die een aantal (internationale) financieeltoezichthouders inmiddels ten aanzien van ICO's hebben ingenomen. Paragraaf 5 geeft – zonder daarmee uitpuittend te willen zijn – een financieelrechtelijke analyse van de ICO en de in dat kader uitgegeven tokens. Deze bijdrage sluit in paragraaf 6 af met een afronding waarin een visie wordt gegeven op de ICO als crowdfundingmiddel van de toekomst.<sup>5</sup>

## 2. Distributed ledger technologie

### 2.1. Beschrijving

Distributed ledgers zijn in essentie gezamenlijke digitale registers waarin data (of transacties) kunnen worden opgenomen en opgeslagen. Deze

1. Mr. J. Baukema is advocaat bij Van Doorne N.V. te Amsterdam.
2. Een voorbeeld hiervan vormt 'Torch', een blockchain experiment geïnitieerd door ABN AMRO Bank N.V. dat is gericht op de commercieel-vastgoedsector. Zie: [www.abnamro.com/nl/newsroom/blogs/merijn-zaat/2017/torch-schijnt-nieuw-licht-op-commercieel-vastgoed-sector.html](http://www.abnamro.com/nl/newsroom/blogs/merijn-zaat/2017/torch-schijnt-nieuw-licht-op-commercieel-vastgoed-sector.html).
3. Zie hierover nader: V.I. Laan, 'Privacy en blockchain: wanneer is er voor wie privacywerk aan de winkel?', *IR* 2017, nr. 1.
4. De 'Ether' is de cryptovaluta gebaseerd op het blockchain-netwerk genaamd 'Ethereum'. Zie ook paragraaf 2.2 en noot 10 hierna.

5. Deze bijdrage is afgerond op 28 februari 2018. Vanwege de snelle ontwikkelingen rond ICO's kan deze bijdrage ten tijde van publicatie op punten onvolledig zijn.

registers of *ledgers* zijn te vergelijken met een digitale grootboekhouding waarin verrichte transacties worden geregistreerd. Dit grootboek wordt onderhouden en bijgewerkt via een zogenaamd decentraal gedistribueerd netwerk dat is gebaseerd of kan zijn op *peer-to-peer* (hierna: P2P) technologie. Dat betekent dat het netwerk wordt gevormd door alle verschillende gebruikers – in het geval van blockchain ook wel *nodes* genoemd – gezamenlijk.<sup>6</sup> Aangesloten partijen zijn aldus in staat data met elkaar te delen, zonder tussenkomst van een gecentraliseerde (derde) partij. Bijkomend voordeel hiervan is ook dat het netwerk vrijwel niet plat te leggen is. Dat kan namelijk alleen door alle nodes (gelijktijdig) uit te schakelen. Iedere deelnemer of node aan het netwerk beschikt verder in principe over een eigen digitale kopie van het gezamenlijke grootboek. Wanneer een wijziging in dit grootboek wordt gemaakt, dan wordt deze aanpassing overgenomen in alle andere kopieën. Een belangrijke consequentie hiervan is dat alle aangesloten partijen steeds beschikken over dezelfde set (historische) data (of transacties). Voorwaarde voor het aanbrengen van wijzigingen is dat daarover vooraf tussen (de systemen van) de gezamenlijke gebruikers overeenstemming is bereikt. Of hiervan sprake is, wordt bepaald aan de hand van een zogenaamd *consensus*-algoritme. Simpel gezegd komt dit erop neer dat wordt vastgesteld of de voorgestelde mutatie plaatsvindt in overeenstemming met de binnen het netwerk geldende digitale standaardcontroles en spelregels, ook wel het (*consensus*-)protocol genoemd.<sup>7</sup> Een dergelijke controle is bijvoorbeeld ‘wordt de wijziging aangebracht door de partij waarvan is vastgelegd dat die het recht heeft om een dergelijke mutatie uit te voeren’<sup>8</sup>. Doordat aanpassingen alleen worden doorgevoerd indien deze in overeenstemming zijn met het protocol, ontstaat één gedeelde en gevalideerde ‘bron van waarheid’, ook wel aangeduid als een *single source of truth*, waarvan het in beginsel niet noodzakelijk is dat een onafhankelijke derde partij de betrouwbaarheid daarvan garandeert en/of controleert.<sup>9</sup>

6. Het is ook mogelijk toegang tot het blockchainnetwerk te krijgen zonder als node te fungeren.

7. In het geval van bitcoin gebeurt dit door zogenaamde ‘miners’ die rekenkracht van hun systemen aan het netwerk ter beschikking stellen (in ruil voor de kans daarvoor bitcoins te ontvangen) om te komen tot een valide uitkomst op een ingewikkelde rekensom, het zogenaamde *proof-of-work* mechanisme. Er bestaan overigens verschillende consensusmechanismen. Deze kunnen dus per blockchain verschillen. Zie hierover nader: p. 15-16 van het in 2017 door de Dutch Blockchain Coalition opgestelde rapport over smart contracts getiteld ‘*Smart contracts als specifieke toepassing van blockchain technologie*’ (hierna: SC Rapport). Het SC Rapport kan worden geraadpleegd via [www.dutchblockchaincoalition.org](http://www.dutchblockchaincoalition.org).

8. Zie nader: SC Rapport, p. 12.

9. Het gebruik van distributed ledger-technologie voorkomt evenwel niet dat een partij, die daar ingevolge de gezamenlijke spelregels toe bevoegd is, (al dan niet

Om daadwerkelijk mutaties in de digitale grootboekhouding te kunnen doorvoeren heeft de digitale database een bepaalde structuur, namelijk die van (data)blokken. In plaats van het verwerken van mutaties op volgorde van binnenkomst, worden data (of transacties) in principe gebundeld en verzameld in één datablok. Daarnaast bevat ieder datablok ook een aantal overige gegevens, zoals informatie over de volgorde van voorgaande blokken. Dit beoogt dubbele blokken en conflicten in het grootboek te vermijden. Nadat ten aanzien van de inhoud van een datablok is vastgesteld dat deze in overeenstemming is met het protocol, wordt dit blok automatisch achter alle voorgaande blokken ‘geregen’. Aldus ontstaat een ketting van gevalideerde datablokken, hetgeen de naam blockchain’ verklaard. Het aanbrengen van wijzigingen in het digitale grootboek is alleen mogelijk door het toevoegen van een nieuw datablok. Dit zorgt er voor dat achteraf geen aanpassingen kunnen plaatsvinden (integriteit) en dat niemand kan claimen dat een bepaalde gevalideerde transactie niet heeft plaatsgevonden (onweerlegbaarheid).

## 2.2. Typen blockchains

Er vallen grofweg drie typen distributed ledger-technologie of blockchains te onderscheiden. Dit zijn publieke, hybride en private blockchains. De publieke blockchain is wellicht de meest bekende versie. Een publieke of *permissionless* blockchain kenmerkt zich door het feit dat in principe iedereen die dat wil (anoniem) aan het netwerk kan deelnemen en transacties kan uitvoeren,<sup>10</sup> bijvoorbeeld via een *app* of via het internet. Bekende vormen van publieke blockchains zijn Bitcoin en Ethereum.<sup>11</sup>

In het geval van een hybride of *permissioned* blockchain gaat het om een gesloten blockchainnetwerk. Binnen dit netwerk werken de diverse aangesloten partijen door middel van blockchaintechnologie samen met als doel het delen van (onderling) gevalideerde data en transacties, bijvoorbeeld ten aanzien van het gerechtigd zijn tot activa. Voor toetreding tot het netwerk is goedkeuring van één of meer van de aangesloten partijen noodzakelijk. Daarnaast kan de omvang van rechten die een individuele gebruiker van het netwerk toekomt, bijvoorbeeld lees- en schrijfrechten, of het recht tot het veranderen van de spelregels, per gebruiker verschillen. Ook is het bijvoorbeeld mogelijk dat gebruik wordt gemaakt van een alternatief – zelf

per ongeluk) foutieve data in het systeem invoert. Zolang een dergelijke fout niet wordt gecorrigeerd via een nieuwe invoer door deze partij, zal de foutieve invoer als (gevalideerde) basis dienen waarop alle partijen handelen.

10. Zie echter noot 5.

11. Zie voor meer informatie over Ethereum: [www.ethereum.org](http://www.ethereum.org).

ontworpen – consensusprotocol om (voorgestelde) mutaties in data te valideren. Voorgaande maakt het mogelijk één of meerdere partijen de feitelijke zeggenschap te geven over het netwerk. Aldus worden zogenaamde *super users* gecreëerd. Permissioned blockchains zijn flexibel qua inzet en gebruik omdat zij zelf te programmeren zijn. Daarnaast kan via een permissioned blockchain worden gewerkt met een besloten groep van (vooraf geïdentificeerde) gebruikers. Mede hierdoor zijn dergelijke blockchains populair onder consortia van grote financiële instellingen zoals banken en verzekeraars. Voorbeelden van door hen geïnitieerde blockchains zijn 'B3i' (verzekeraars) en 'R3' (banken).<sup>12</sup>

In het geval van een (volledig) private blockchain is slechts één onderneming binnen het netwerk in staat om data en de spelregels te wijzigen. De overige aangesloten partijen hebben uitsluitend leesrechten. De omvang van deze leesrechten kan per partij ook weer verschillen. Een (volledig) private blockchain kan bijvoorbeeld worden gebuikt binnen een onderneming waarbij informatie moet worden gedeeld tussen afdelingen of vestigingen, met de zekerheid dat de data kunnen worden vertrouwd doordat die gegevens niet door die partijen kunnen worden aangepast.<sup>13</sup>

### 2.3. Bitcoin

Bitcoin is wellicht de meest bekende toepassing van (permissionless) blockchain techniek in de praktijk.<sup>14</sup> Bitcoin is een zogenaamde *cryptovaluta*, een virtuele 'munt'-eenheid gebaseerd op cryptografie (versleuteling). Iedere bitcoin wordt daarbij vertegenwoordigd door een unieke, digitaal versleutelde code van cijfers en getallen. Een transactie met een bitcoin wordt automatisch opgeslagen in een collectief grootboek (zie hiervoor) van alle transacties met bitcoins – waaronder de bitcoin in kwestie – uit het verleden. Dit grootboek is opgeslagen in het P2P blockchainnetwerk dat wordt gevormd door de computers van alle Bitcoin gebruikers gezamenlijk. Dit stelt hen in staat rechtstreeks informatie met elkaar uit te wisselen – transacties met bitcoins te verrichten – zonder gebruikmaking van een centrale 'hub' zoals een bank of clearinginstelling. Door het gezamenlijk gevalideerde grootboek is het daarnaast altijd duidelijk wie op welk moment rechthebbende is op een bitcoin. Voorafgaand aan iedere transactie met een bitcoin vindt verificatie met het grootboek plaats. Het kopiëren van een reeds gebruikte bitcoin om daarmee een tweede betaling te

initiëren, is zinloos. Na een eerste transactie zijn in het grootboek namelijk ook de gegevens van de nieuwe rechthebbende (althans zijn of haar 'blockchainadres') op die bitcoin opgeslagen. Het netwerk zal een tweede transactie met een (gekopieerde) bitcoin door de oude rechthebbende, die via verificatie met het bitcoin grootboek als zodanig wordt geïdentificeerd, weigeren omdat daarover binnen het netwerk geen consensus (zie hiervoor) zal worden bereikt nu deze transactie in strijd is met de spelregels.

## 3. Initial Coin Offering (ICO)

### 3.1. Beschrijving

Het fenomeen *Initial Coin Offering* (ICO) of *token sale* borduurt voort op de opkomst in de afgelopen jaren van blockchaintechniek in het algemeen en virtuele valuta zoals Bitcoin en Ether in het bijzonder. In het geval van een ICO wordt distributed ledger-techniek ingezet als middel om bij het publiek geld op te halen (crowdfunding), bijvoorbeeld ter financiering van bepaalde nieuwe projecten, activa en/of een gehele onderneming. Daarbij worden de gevraagde gelden verkregen door uitgifte van een eigen 'gecreëerde' cryptomunt of *token*. De systematiek hiervan is in principe gelijk aan bijvoorbeeld Bitcoin (zie hiervoor). Een belangrijk verschil tussen een ICO en Bitcoin is evenwel dat in het geval van een ICO wél een uitgevende derde partij bestaat,<sup>15</sup> en dat die partij doorgaans voor de investeerder een bepaald recht op een tegenprestatie van haarzelf aan de token verbindt. Die prestatie verschilt van geval tot geval. Dat geldt ook voor het (maximaal) aantal uit te geven tokens en de uitgifteprijs van die tokens. Door het digitale karakter van de ICO zijn de kosten die gepaard gaan met een ICO bovendien over het algemeen veel lager dan de kosten van reguliere crowdfundingmethodes. Door het digitale karakter zijn ICO's bovendien grensoverschrijdend en kan vrijwel iedereen die beschikt over een internetaansluiting en de benodigde software – een digitale portemonnee of *wallet* – hieraan deelnemen. In veel gevallen moet daarbij overigens nog een tussenstap worden genomen. De investeerder dient eerst zelf reguliere valuta om te wisselen voor virtuele valuta's, welke vervolgens moeten worden gebruikt ter betaling van de aangekochte tokens (waarover later meer).

15. Het is echter ook mogelijk dat de tokens worden uitgegeven door een virtuele organisatie. Een dergelijke organisatie is uitsluitend vastgelegd in computertaal en wordt geheel automatisch uitgevoerd via blockchain of andere distributed ledger technologie. Dit door toepassing van zogenaamde *smart contracts*. Een voorbeeld van een dergelijke virtuele organisatie is de DAO, de *decentralized autonomous organization*. Zie hierover nader: [www.coindesk.com/informatie/what-is-a-dao-ethereum/](http://www.coindesk.com/informatie/what-is-a-dao-ethereum/). Op voornoemde optie wordt in deze bijdrage verder niet ingegaan.

12. Zie nader: [www.b3i.tech/home.html](http://www.b3i.tech/home.html) (B3i) en [www.r3.com](http://www.r3.com) (R3).

13. Zie nader: [www.cryptostart.nl](http://www.cryptostart.nl).

14. Zie voor meer informatie over (toezichtrechtelijke) aspecten van Bitcoin: J. Baukema, 'Bitcoin: een (ongereguleerd) betaalmiddel van de toekomst?', *FR* 2013, nr. 12 en J. Baukema, 'Virtuele valuta: (toezichtrechtelijke) stand van zaken', *FR* 2014, nr. 9.

ICO's worden online aangekondigd, bijvoorbeeld via een speciale website of sociale media. In het kader van een dergelijke aankondiging wordt vaak gebruik gemaakt van een zogenaamd *whitepaper*, een soort ICO 'prospectus' waarin belangrijke eigenschappen van de tokens in kwestie en aan die tokens verbonden 'rechten' zijn opgenomen. Daarnaast kan het whitepaper informatie bevatten over de uitgevende partij, eventuele ingeschakelde adviseurs en uitleg bevatten over de producten of diensten die zullen worden ontwikkeld met de opgehaalde gelden. Het whitepaper bevat verder vaak gegevens over de te verwachten omzet en het verwachte rendement. In veel gevallen zijn whitepapers overigens erg rooskleurig opgesteld en is de daarin opgenomen informatie niet of nauwelijks verifieerbaar voor (potentiële) investeerders.

Nadat tokens via een ICO zijn uitgegeven kunnen deze door de houders eventueel ook aan derden worden doorverkocht. Daarvoor worden de tokens doorgaans *gelist* op online handelsplatformen of zogenaamde token *exchanges*. Vaak vormt de online verhandeling de eigenlijke reden voor partijen om 'in te stappen' in een ICO. De tokens worden dan gekocht met het oog op een te verwachten waardeontwikkeling op basis van speculatie of marktontwikkelingen, al dan niet op (zeer) korte termijn. Er bestaan op dit moment meer dan 1.000 verschillende tokens.<sup>16</sup> Volgens diverse berichtgeving zou in 2017 voor een bedrag van circa 4 miljard US dollar via ICO's zijn opgehaald uit de markt.<sup>17</sup> Het is de verwachting dat dit in 2018 sterk zal stijgen.

### 3.2. Typen ICO's

ICO's verschillen sterk in opzet.<sup>18</sup> Dat komt met name door de flexibiliteit in eigenschappen en functies van de uit te geven tokens. Zogenaamde *utility tokens* geven de houder het recht om in de toekomst van de uitgever bepaalde producten te kopen of (online) diensten af te nemen. Ook is het mogelijk dat tokens exclusief toegang verschaffen tot een bepaald online platform of een website. Verder is het vaak zo dat de ontwikkeling van de in het vooruitzicht gestelde producten of diensten wordt gefinancierd vanuit de via de ICO op te halen gelden. Soms is het daarbij de bedoeling dat die producten of diensten in een later stadium ook via reguliere wijze aan de man worden gebracht. Voordeel voor de houder van de token is dat deze een lagere prijs betaalt dan de toekomstige

marktprijs. Een *utility token* kan vanwege dergelijke kenmerken ook wel worden beschouwd als een digitale (kortings)coupon of toegangspas. In de markt wordt de uitgifte van *utility tokens*, in afwijking van de term ICO, ook wel aangeduid met de term *token generation event* (TGE) of *token distribution event* (TDE).

Naast *utility tokens* bestaan ook zogenaamde *equity* of *security* tokens. Deze digitale eenheden geven de houders daarvan bepaalde rechten jegens de uitgevende onderneming, bijvoorbeeld een aanspraak op (eventuele) toekomstige winsten of een (eventueel) surplus dat resteert na liquidatie van de onderneming in kwestie. Zo bestaan er tokens waarvan de houders wekelijks, maandelijks of op jaarlijkse basis een (digitaal) 'dividend' krijgen – al dan niet uit te keren in virtuele valuta of in nieuw uit te geven tokens – dat afhankelijk is van de prestaties van de uitgevende partij of van een aan de token gekoppeld project.

## 4. Toezichhouders

De snelle opkomst van blockchain in het algemeen en het ICO's in het bijzonder heeft ertoe geleid dat (internationale) financieeltoezichhouders zich daar in toenemende mate publiekelijk over uitlaten.<sup>19</sup> Een van de belangrijkste redenen hiervoor is waarschijnlijk dat consumenten op grote schaal en zonder zich van de risico's te vergewissen lijken in te stappen in ICO's. Dit vanwege grote koersstijgingen van bepaalde tokens in korte tijd. Sinds enige tijd volgen uitlatingen en openbare waarschuwingen aan de markt van de hiervoor bedoelde partijen ten aanzien van ICO's elkaar in hoog tempo op. Hieronder volgt een overzicht van een aantal hiervan.<sup>20</sup>

### 4.1. ESMA

Op 13 november 2017 heeft de Europese autoriteit voor de effectenmarkten, de *European Securities and Markets Authorities* (hierna: ESMA), via haar website twee statements uitgevaardigd met betrekking tot ICO's. Het eerste statement is gericht aan (potentiële) investeerders in ICO's.<sup>21</sup> Met het tweede statement richt ESMA zich tot ondernemingen die zich rechtstreeks bezig houden met ICO's of die daaraan gerelateerde activiteiten verrichten.<sup>22</sup> Beide waarschuwingen van EMSA geven goed weer waar bij ICO's de (financieelrechtelijke) pijnpunten liggen.

16. Zie voor een (niet uitputtend) overzicht: [www.coin-marketcap.com](http://www.coin-marketcap.com).

17. Zie nader: [www.coindesk.com/ico-tracker/](http://www.coindesk.com/ico-tracker/).

18. De opsomming in deze alinea geeft een weergave van de belangrijkste typen ICO's. Er zijn vele andere verschijningsvormen (denkbaar). Zo bestaan bijvoorbeeld ook *commodity tokens*, dat zijn tokens die zijn gekoppeld aan bepaalde activa zoals goud of reguliere valuta.

19. Naar aanleiding van de ICO waarschuwing door de AFM zijn ook Kamervragen gesteld over ICO's aan de minister van Financiën. Zie: *Aanhangsel Handelingen II*, 2017/18, nr. 793.

20. Zie noot 3 hiervoor.

21. Zie nader: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829\\_ico\\_statement\\_investors.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf).

22. Zie nader: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828\\_ico\\_statement\\_firms.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf).

ESMA waarschuwt (potentiële) investeerders in ICO's in algemene zin dat ICO's extreem risicovol zijn en dat zij een hoog speculatief karakter in zich dragen. ESMA noemt daarbij een aantal specifieke risico's waaraan investeerders in ICO's zich door hun investeringen blootstellen. Zo signaleert ESMA als eerste het risico dat, afhankelijk van de wijze van structurering, een ICO buiten de reikwijdte van financieel toezicht kan vallen (zie ook hierna). Hierdoor kunnen ICO's worden gebruikt ter financiering van illegale of frauduleuze activiteiten of voor het witwassen van gelden. EMSA geeft hierbij aan dat een investeerder in een dergelijk geval niet de wettelijke bescherming toekomt die investeerders in gereguleerde financiële producten wel genieten. Verder noemt EMSA het volgens haar hoge risico op verlies van inleg van geïnvesteerde gelden. Hiervoor kwam al aan de orde dat de meerderheid van de ICO's wordt geïnitieerd door startende ondernemingen. Dergelijke ondernemingen of *startups* hebben over het algemeen een substantieel risico op falen. ESMA wijst er daarom op dat veel tokens die door startups worden uitgegeven geen intrinsieke waarde hebben anders dan de mogelijkheid om deze in de toekomst te gebruiken als 'ruilmiddel' of 'voucher' voor door de uitgevende onderneming te ontwikkelen diensten of producten (de zogenaamde *utility tokens*, zie ook hiervoor). Er is in dat geval echter geen garantie dat de in het vooruitzicht gestelde diensten of producten ook daadwerkelijk succesvol zullen worden ontwikkeld of beschikbaar komen. Volgens ESMA is het eventuele voordeel voor investeerders van dergelijke ICO's, er vanuit gaande dat deze uiteindelijk succesvol zijn, erg laag afgezet tegen het door een belegger in te leggen kapitaal. Ook wijst ESMA op het risico dat investeerders in ICO's, nadat zij hun investeringen hebben gedaan en over de *tokens* kunnen beschikken, uiteindelijk niet in staat zijn 'uit te stappen' door die tokens (door) te verkopen of om te wisselen voor reguliere valuta zoals euro's, of dat de in het vooruitzicht gestelde tegenprestatie uitblijft. Niet alle tokens worden bovendien verhandeld op (online) handelsplatforms of token *exchanges*, waardoor de marktwerking beperkt kan zijn. Gevolg hiervan is ook dat de prijs (de koers) van de tokens onderhevig kan zijn aan extreme volatiliteit. Daarnaast is een deel van de hiervoor bedoelde handelsplatformen en *exchanges* zelf (ook) ongereguleerd (waarover hierna meer), hetgeen een aanvullend risico op koersmanipulatie en andere strafbare activiteiten kan opleveren. EMSA wijst ook op het risico van inadequate informatieverschaffing over de ICO aan (potentiële)beleggers. Devooreen ICO veelgebruikte *whitepapers* (zie ook hiervoor) zijn doorgaans niet onderhevig aan controle door onafhankelijke derde partijen. Mede daardoor bestaat het risico dat dergelijke informatiememoranda incompleet, ongenuanceerd of zelfs misleidend kunnen zijn. Tot slot benadrukt EMSA dat de blockchaintechniek die als basis dient voor ICO's in de praktijk nog slechts beperkt 'getest' is. Als gevolg hiervan zouden beleggers de toegang tot (en daarmee beschikking

over) hun tokens kunnen verliezen. Ook is het mogelijk dat tokens worden gestolen, bijvoorbeeld via een *hack* van het systeem.

Het ESMA-statement voor ondernemingen die een ICO's willen doen of daaraan verwante activiteiten verrichten, gaat met name in op het financieelrechtelijke aspect van ICO's. In algemene zin merkt EMSA hierover op dat dergelijke ondernemingen, voordat zij aanvangen met hun activiteiten, goed moeten nagaan of die werkzaamheden als gereguleerde activiteiten kwalificeren. ESMA geeft daarbij aan dat ICO's, afhankelijk van de wijze waarop zij zijn gestructureerd, onder financiële toezichtgeving kunnen vallen. Dat is met name het geval indien bepaalde tokens als *financiële instrumenten* kwalificeren. In een dergelijke situatie is het waarschijnlijk dat betrokken ondernemingen gereguleerde activiteiten verrichten waarvoor op grond van nationale wetgeving een vergunning kan zijn vereist.

#### 4.2. AFM en DNB

In navolging van ESMA heeft de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM) via nieuwsberichten en op haar website aandacht besteed aan ICO's.<sup>23</sup> De berichtgeving van de AFM vertoont inhoudelijk grote gelijkenis met die van ESMA. Gelijk EMSA is ook de AFM van oordeel dat ICO's grote risico's voor investeerders met zich brengen. De AFM verwijst ter illustratie naar de ICO's van *REcoin Group Foundation* en *DRC World*. De Amerikaanse *Securities & Exchange Commission* (SEC) heeft deze twee aanbieders van ICO's medio 2017 aangeklaagd omdat zij onder andere valse en misleidende informatie zouden hebben verstrekt aan (potentiële) investeerders.<sup>24</sup> Beide partijen hadden hoge rendementen beloofd uit de door hen te verrichten activiteiten (onroerend goed en diamanten). In werkelijkheid bleken zij echter geen van die activiteiten daadwerkelijk te verrichten. De huidige hype rondom ICO's kan investeerders volgens de AFM verblinden voor dergelijke risico's. Daarnaast vormt die hype een ideale voedingsbodem voor oplichters om in te spelen op de angst van investeerders om 'de boot te missen'. De AFM acht de risico's van ICO's vergelijkbaar met de risico's die kleven aan virtuele valuta zoals Bitcoin.<sup>25</sup> Daarbij wordt benadrukt dat de risico's bij ICO's zelfs nog groter zijn door het gemak waarmee ICO-aanbieders in korte tijd veel geld kunnen ophalen. Dit maakt dat de AFM consumenten op dit moment in het geheel afraadt om te investeren in ICO's. Wat dat betreft is de AFM in haar

23. Zie nader: [www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-ico](http://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-ico) en [www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico).

24. Zie nader: [www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0](http://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0).

25. Zie nader: [www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/juni/virtuele-valuta](http://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/juni/virtuele-valuta).

berichtgeving dus stilliger dan ESMA. Dat geldt ook met betrekking tot eerdere waarschuwingen van de AFM ten aanzien van virtuele valuta zoals Bitcoin, en waarin potentiële kopers nog (slechts) werd geadviseerd zich eerst goed te verdiepen in de risico's alvorens tot aankoop over te gaan.

In aanvulling op de AFM heeft De Nederlandsche Bank N.V. (hierna: DNB) banken en andere financiële ondernemingen inmiddels ook door middel van een nieuwsbericht gewaarschuwd voor de financieel-economische criminaliteitsrisico's die zich kunnen manifesteren wanneer zij betrokken zijn bij ICO's en de handel in de daarbij uitgegeven tokens.<sup>26</sup> DNB benadrukt dat het risico bestaat betrokken te raken bij manipulatie, witwaspraktijken, terrorismefinanciering of andere strafbare of frauduleuze praktijken. Dit kan leiden tot aansprakelijkheidsrisico's, wetsovertredingen en reputatieschade voor ondernemingen en banken waardoor het vertrouwen in en de soliditeit en integriteit van de onderneming kan worden geschaad. DNB benadrukt daarom dat financiële ondernemingen die zich inlaten met ICO's of de handel in tokens afdoende maatregelen zullen moeten treffen om de daarmee gepaard gaande risico's adequaat te beheersen, en die beheersing overtuigend aan DNB moeten kunnen aantonen.<sup>27</sup>

#### 4.3. Andere buitenlandse toezichthouders

Naast de AFM hebben ook andere nationale (buitenlandse) toezichthouders inmiddels statements en waarschuwingen uitgevaardigd ten aanzien van ICO's. Bekende voorbeelden hiervan zijn de berichtgeving door de Engelse *Financial Conduct Authority* (FCA),<sup>28</sup> de Duitse *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin),<sup>29</sup> de *Securities & Futures Commission* (SFC) van Hong Kong en niet in de laatste plaats de *National Internet Finance Association of China* (NIFA), een toezichthoudend orgaan op het gebied van financiering via het internet en dat is opgericht door de People's Bank of China in samenwerking met een aantal Chinese overheidsinstanties.<sup>30</sup> Dit orgaan heeft ICO's

inmiddels zelfs bestempeld als illegaal en disruptief ten aanzien van de financiële stabiliteit. Als gevolg hiervan zijn ICO's sinds enige tijd verboden in China en is een aantal ICO handelsplatformen op last van de overheid gesloten. De rode lijn in de berichtgeving van de voornoemde toezichthouders is verder hoofdzakelijk gelijk aan de inhoud van de hiervoor aangehaalde uitlatingen door ESMA en de AFM.

## 5. Financieelrechtelijk kader

### 5.1. Inleiding en voorvraag

In de vorige paragrafen is reeds kort aandacht besteed aan financieelrechtelijke aspecten die mogelijk kleven aan ICO's en daaraan gerelateerde activiteiten. In deze paragraaf wordt hier uitgebreider bij stilgestaan. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen financiële toezichtwetgeving die van toepassing kan zijn voor partijen die via een ICO kapitaal ophalen enerzijds en anderzijds partijen die de verhandeling van de in het kader van de ICO uitgegeven tokens faciliteren door exploitatie van een online handelsplatform of *exchange*.<sup>31</sup> Een interessante vraag die in beide gevallen als eerste opkomt is of het voor de toezichtrechtelijke kwalificatie van tokens verschil maakt of die eenheden dienen te worden aangekocht met, en te worden 'afgewikkeld' in, reguliere valuta zoals euro's, dan wel dat dit uitsluitend kan plaatsvinden met en/of in een virtuele valuta zoals Bitcoin. Een aantal in dit kader relevante Wft-definities (zie ook de paragrafen hierna) vereist namelijk dat sprake is van gevraagde of verkregen 'gelden' of dat 'in geld' wordt afgewikkeld.<sup>32</sup> Virtuele valuta vallen hier strikt genomen buiten; zij kwalificeren niet als *geldmiddelen* in de zin van art. 1:1 Wft. Daaronder vallen op grond van de Wft uitsluitend chartaal geld, giraal geld of elektronisch geld. Daarnaast kwalificeren virtuele valuta-eenheden of tokens op het eerste gezicht ook niet op een andere grond als *geld*. Noodzakelijk vereiste daarvoor lijkt dat het in ieder geval moet gaan om 'gangbaar geld' als bedoeld in art. 6:122 BW. Daarvan is in het geval van virtuele valuta (nog) geen sprake. Het

26. Zie nader: [www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2017/dnb365473.jsp](http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2017/dnb365473.jsp).

27. De AFM en DNB hebben hun in deze bijdrage genoemde standpunten ten aanzien van virtuele valuta's en ICO's nogmaals voor het voetlicht gebracht tijdens een hoorzitting in de Tweede Kamer op 24 januari 2018. Aan dit gesprek namen ook een aantal andere relevante stakeholders deel, waaronder beleggersvereniging VEB, de Autoriteit Consument & Markt (hierna: ACM). De *position papers* waarin deelnemende partijen hun standpunten naar voren hebben gebracht kunnen worden geraadpleegd via: [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl) (zoek op: *cryptocurrencies*).

28. Zie nader: [www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings](http://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings).

29. Zie nader: [www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa\\_bj\\_1711\\_ICO.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO.html).

30. Zie nader: [www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings](http://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings).

html (SFC statement) en [www.nifa.org.cn/nifaen/2955875/2955895/2970216/index.html](http://www.nifa.org.cn/nifaen/2955875/2955895/2970216/index.html) (NIFA statement).

31. Omdat ICO's vrijwel altijd grensoverschrijdend zijn, is het noodzakelijk dat per jurisdictie waar wordt aangeboden, wordt beoordeeld of de desbetreffende aanbieding van tokens valt onder de reikwijdte van lokale financiële toezichtwetgeving. Dit leidt er onder andere toe dat beleidsvorming door toezichthouders ten aanzien van ICO's (en virtuele valuta) op Europees niveau (en daar waar mogelijk internationaal niveau) zal moeten plaatsvinden.

32. Vlg. de definities van *effect* (onderdeel c.), *beleggingsfonds*, *beleggingsmaatschappij* en *opvoorderbare gelden* in art. 1:1 Wft.

lijkt erop dat voorgaande 'lijn' in de praktijk ook daadwerkelijk door partijen wordt gebruikt om te beargumenteren dat bepaalde, met virtuele valuta of ICO's verband houdende activiteiten, niet onder financieel toezicht vallen. De toezichhouders hebben zich ten aanzien van dit specifieke punt naar mijn weten nog niet publiekelijk uitgelaten, maar het valt niet uit te sluiten dat zij door dergelijke redeneringen en constructies heen zullen kijken. Dat is met name voorstelbaar indien de betreffende onderneming ook de aankoop (met geld) faciliteert van de virtuele valuta die nodig is om de tokens te kunnen kopen en er dus eigenlijk sprake is van één transactie.<sup>33</sup>

## 5.2. ICO aanbieders

Voor wat betreft de aanbieders van ICO's is het afhankelijk van de (juridische) kenmerken van de tokens in kwestie of deze onder de reikwijdte van de Wft vallen. Hiervoor kwam al aan de orde dat een deel van de ICO's op een zodanige wijze is gestructureerd dat de houders van de tokens alleen aanspraak kunnen maken op een (toekomstig) product of een (toekomstige) dienst van de uitgever. In het geval van dergelijke *utility tokens* zal juridisch gezien doorgaans alleen sprake zijn van een (vooruitbetaalde) kooptransactie of een (vooruitbetaald) recht jegens de aanbieder op een nog te verrichten dienst. Een dergelijke token zal daarom in beginsel niet onder reikwijdte van de Wft vallen.

Onder omstandigheden is het overigens wel denkbaar dat via een dergelijke utility token (of een ander type token) *opvorderbare gelden* in de zin van art. 1:1 Wft worden aangetrokken. Dat zou het geval kunnen zijn indien de uitgegeven tokens moeten worden aangekocht met reguliere valuta (zie de vorige paragraaf) en de uitgever zich jegens zijn 'investeerders' heeft verplicht die gelden terug te betalen zodra duidelijk is dat een bepaald in het vooruitzicht gesteld doel zoals een minimum aantal verkochte tokens of een bepaald drempelbedrag niet is behaald. Een dergelijke constructie is binnen de crowdfunding-wereld niet ongebruikelijk. Indien in dit geval sprake is van het aantrekken van opvorderbare gelden, geldt voor de aanbieder van de ICO in principe het 'kale' verbod

van art. 3:5 Wft, tenzij deze aanbieder bijvoorbeeld een beroep kan doen op een uitzondering op of vrijstelling of ontheffing van dat verbod dan wel indien, in het kort, voor meer dan EUR 100.000 ineens per investeerder wordt aangetrokken (hetgeen doorgaans niet het geval zal zijn).<sup>34</sup>

Voor de toezichtrechtelijke kwalificatie van *equity* of *security* tokens dient in de eerste plaats te worden beoordeeld of de eenheden kwalificeren als *effecten* in de zin van art. 1:1 Wft. Op grond van de wet is daarvoor vereist dat sprake is van verhandelbaarheid. Verhandelbaarheid vereist volgens de wetsgeschiedenis overdraagbaarheid aan derden. Daarbij is niet doorslaggevend dat in een concreet geval een markt aanwezig is. Een eigenschap waarvan een indicatie uitgaat dat sprake is van overdraagbaarheid, is de mate van standaardisatie. Naarmate die groter is, zal de mate van verhandelbaarheid doorgaans toenemen.<sup>35</sup> Uitwisselbaarheid is een ander aspect dat kleeft aan verhandelbaarheid. ICO-tokens zullen vrijwel altijd aan de hiervoor geschetste vereisten voldoen en derhalve als verhandelbaar kwalificeren. Het is immers de bedoeling dat de tokens via de blockchain kunnen worden overgedragen, al dan niet door gebruikmaking van een online handelsplatform of token *exchange*. Een en ander zal doorgaans ook het geval zijn indien de tokens uitsluitend aan de uitgevende partij kunnen worden teruggekocht en overdracht aan derden niet mogelijk is. In de praktijk hanteert de AFM namelijk een ruime, economische benadering van het begrip verhandelbaarheid.<sup>36</sup> Op grond hiervan is in een dergelijke situatie ook sprake van verhandelbaarheid, indien de token door de uitgever opnieuw wordt verkocht of indien deze wordt ingetrokken onder gelijktijdige uitgifte van een of meer soortgelijke tokens. Naast het vereiste van verhandelbaarheid moet de token ook voldoen aan één of meer van de overige in de definitie van effect opgenomen elementen. Daarvoor dient de token te kwalificeren als een aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen waardebewijs of recht (zoals certificaten van aandelen of de hierna te bespreken (verhandelbare) rechten van deelneming in (een *closed-end*) beleggingsinstelling), een obligatie of een ander schuldinstrument of een waardebewijs waarmee een hiervoor genoemd effect door uitoefening van daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld (zoals converteerbare obligaties).<sup>37</sup> Het zal van de (juridische) kenmerken van de token in kwestie afhangen of hiervan sprake is. Ter zake

33. Vermeldingswaardig in dit kader is dat in het richtlijnvoorstel tot wijziging van de vierde anti-witwasrichtlijn door de Europese Commissie is voorgesteld om platforms voor het omwisselen van virtuele valuta (en zogenaamde *custodian wallet* providers; leveranciers van digitale portemonnees van waaruit transacties met virtuele valuta kunnen worden verricht) binnen de reikwijdte van de vierde anti-witwasrichtlijn te brengen. Op 15 december 2017 is overeenstemming bereikt over dit richtlijnvoorstel. Dit leidt ertoe dat de genoemde instellingen in de toekomst verplicht worden om zelf cliëntenonderzoek te verrichten en ongebruikelijke transacties te melden bij de Financial Intelligence Unit (FIU). Zie nader: *Kamerstukken II 2017/18, 34 808, nr. 6, p. 27.*

34. Vlg. art. 3 lid 2 Besluit definitiebepalingen Wft.

35. *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 367.*

36. De AFM heeft in de Beleidsregel verhandelbaarheid beschreven in welke gevallen een waardebewijs of deelnemingsrecht naar haar oordeel al dan niet verhandelbaar is. Zie voor deze beleidsregel: *Stcrt. 2011, 2643.*

37. *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 366-367.*

het element 'een met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs' heeft de AFM in haar berichtgeving rond ICO's reeds aangegeven het onder andere van belang te achten of de tokenhouders participeren in het kapitaal van de onderneming, en daarvoor een vergoeding ontvangen. Die vergoeding moet samenhangen met het rendement dat met het geïnvesteerde kapitaal wordt behaald. Eventuele zeggenschapsrechten zijn naar het oordeel van de AFM in dit verband niet doorslaggevend.<sup>38</sup>

In de praktijk zullen veel tokens op één of meerdere van de bovengenoemde gronden als effect in de zin van de Wft kwalificeren. In dat geval is voor de ICO in Nederland in beginsel een AFM-goedgekeurd prospectus vereist.<sup>39</sup> Dat is slechts anders wanneer ter zake de aanbieding een beroep kan worden gedaan op een ter zake geldende uitzondering of vrijstelling.<sup>40</sup> Dat is onder andere het geval indien de tokens slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger,<sup>41</sup> of wanneer het een aanbieding betreft waarbij, in het kort, de totale tegenwaarde van de aanbieding minder dan € 5 miljoen bedraagt.<sup>42</sup> Het is met name deze laatste vrijstellingsmogelijkheid waarvan ICO aanbieders in de praktijk gebruik zouden kunnen maken. Deze optie is aantrekkelijk omdat zij geen beperkingen stelt voor wat betreft de minimale tegenwaarde van de aan individuele investeerders uit te geven tokens.

De specifieke kenmerken van een *equity of security* token kunnen er ook toe leiden dat deze op grond van de Wft (tevens, zie hiervoor) moet worden gekwalificeerd als een *deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling*. Daarvoor is vereist dat via de ICO bij een reeks van beleggers kapitaal wordt opgehaald om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen.<sup>43</sup> Het opgehaalde kapitaal dient daarbij door de uitgever te worden *gepooled* met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten. Uit relevante richtsnoeren die ESMA in dit kader heeft uitgevaardigd, volgt dat het daarbij niet van belang is of de activiteit – in dit geval de ICO – slechts eenmalig, meerdere malen of op permanente basis plaatsvindt.<sup>44</sup> Voorts is niet relevant of de overdracht of toezegging van kapitaal door beleggers plaatsvindt in de vorm van een inbreng in contanten of in natura. Dat laatste betekent dat ICO's

waarbij tokens uitsluitend kunnen worden betaald met virtuele valuta ook onder de reikwijdte van de hiervoor genoemde definitie van deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling kunnen vallen (zie ook hiervoor). Om te komen tot de kwalificatie van deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling is verder vereist dat de uitgevende onderneming een beleid heeft vastgesteld ten aanzien van de wijze waarop het in de onderneming gepoolde kapitaal dient te worden beheerd om gepoolde opbrengsten voor de beleggers te genereren bij wie dat kapitaal is opgehaald.<sup>45</sup> Een factor die erop kan wijzen dat hiervan sprake is, is onder meer de situatie dat sprake is van een vooraf bepaald en vastgelegd, voor beleggers bindend, beleggingsbeleid. Ook het feit dat het beleggingsbeleid is omschreven in een document waarnaar in het kader van de ICO wordt verwezen, vormt daarvoor een belangrijke aanwijzing. In het geval van een ICO zal doorgaans sprake zijn van een *whitepaper* dat in voorkomend geval een dergelijke functie ook daadwerkelijk heeft.

Indien tokens kwalificeren als deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling geldt op grond van art. 2:65 Wft dat de beheerder van de beleggingsinstelling een AFM vergunning nodig heeft voor het beheren daarvan of om de tokens aan te bieden aan beleggers in Nederland. Onder omstandigheden kan gebruik worden gemaakt van een uitzondering waardoor een dergelijke vergunning niet nodig is. Dit is onder andere het geval indien het totaal van de door de desbetreffende beheerder beheerde activa onder bepaalde drempelwaardes blijft, én de tokens slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per investeerder.<sup>46</sup> Wel is dan voorafgaande registratie bij de AFM vereist. Gelet op het hoge drempelbedrag zal deze uitzondering ICO-aanbieders in de praktijk weinig soelaas bieden omdat tokens over het algemeen voor (veel) lagere bedragen per investeerder op de markt worden gebracht. Opgemerkt zij verder dat de beheerder van een beleggingsinstelling ook onder de reikwijdte valt van de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Sanctiewet 1977.<sup>47</sup> Op grond van die wetten dient de onderneming in kwestie onder andere een cliëntenonderzoek te verrichten, ongebruikelijke transacties te melden en tegen sanctielijsten te screenen.

### 5.3. ICO-gerelateerde activiteiten

Afhankelijk van de financieelrechtelijke kwalificatie van de ICO, kunnen ook ondernemingen die activiteiten verrichten gerelateerd aan (al dan niet gereguleerde) ICO's onder de reikwijdte van financiële toezichtwetgeving vallen. Meest in het oog springende partijen zijn in dit kader de online

38. Vlg. de ICO-berichtgeving op de website van de AFM, zie noot 24 hiervoor.

39. Art. 5:2 Wft.

40. Vlg. o.a. art. 5:3 Wft en art. 53 Vrijstellingsregeling Wft.

41. Art. 5:3 lid 1, onderdeel c Wft.

42. Art. 5:3 lid 3 Vrijstellingsregeling Wft.

43. Art. 1:1 Wft jo. Art. 4, eerste lid, onderdeel a van Richtlijn 2011/61/EU (hierna: AIFMD).

44. Vlg. de ESMA richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, par. 12 e.v. (hierna: ESMA richtsnoeren). De ESMA richtsnoeren kunnen worden geraadpleegd via: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2013\\_00600000\\_nl\\_cor.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_nl_cor.pdf).

45. Zie par. 20 e.v. ESMA richtsnoeren.

46. Art. 2:66a lid 1, aanhef en onderdeel b Wft.

47. Vlg. art. 1, aanhef en onderdeel 7 Wwft.



handelsplatformen of token *exchanges* die *listing* en verhandeling van tokens mogelijk maken. Indien de tokens kwalificeren als effecten en/of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling (zie hiervoor), is naar alle waarschijnlijkheid al snel sprake van het *verlenen van beleggingsdiensten* of *het verrichten van beleggingsactiviteiten*, waardoor het platform kwalificeert als een *beleggingsonderneming* in de zin van de Wft. In dat geval geldt als uitgangspunt dat een voorafgaande AFM-vergunning is vereist.<sup>48</sup> Van het verlenen van beleggingsdiensten zal onder andere sprake zijn wanneer het platform orders van klanten ter zake van de tokens doorgeeft en/of indien het platform investeerders adviseert over de aankoop van tokens. Van die laatste gereguleerde activiteit kan ook sprake zijn wanneer een partij optreedt als 'promotor' van een ICO. Voorts zal het handelsplatform vanwege het bijeen brengen van koop- en verkoopintenties kunnen kwalificeren als een *georganiseerde handelsfaciliteit* (OTF) waarvan de exploitatie een gereguleerde beleggingsactiviteit oplevert. Belangrijk aspect is verder dat (ook) een beleggingsonderneming valt onder de reikwijdte van de hiervoor aangehaalde verplichtingen uit de Wwft en Sanctiewet 1977.<sup>49</sup>

Indien een ICO valt onder de reikwijdte van de regels ten aanzien van het aantrekken van opvorderbare gelden (zie hiervoor), zou verder ook sprake kunnen zijn van het 'bemiddelen' in opvorderbare gelden door het platform. Op grond van de Wft is dat in beginsel verboden, tenzij de AFM ter zake van dat verbod een ontheffing aan het platform heeft verleend.<sup>50</sup> Van het 'bemiddelen' in opvorderbare gelden is sprake indien de betreffende onderneming fungeert als tussenpersoon bij de verkoop van de tokens en daarmee bij het via die tokens aantrekken van de opvorderbare gelden, waarbij de onderneming tevens een bepaalde mate van inhoudelijke betrokkenheid heeft (bemiddelt in de zin van de Wft).

## 6. Afronding

Het fenomeen ICO heeft de afgelopen tijd een explosieve groei doorgemaakt. Dit heeft tot de nodige aandacht geleid in de media en van (nationale) toezichthouders. Deze erkennen dat een ICO in theorie onder de reikwijdte van financieel toezicht kan vallen, maar maken daarbij wel de kanttekening dat ICO's op dit moment vaak zo gestructureerd worden dat zij juist buiten financiële wet- en regelgeving vallen. De algemene toon in berichtgeving door toezichthouders ten aanzien van ICO's is dan ook dat het investeren in ICO's zeer riskant is. De AFM raadt consumenten het investeren in ICO's daarom vooralsnog zelfs af. De constatering van de diverse toezichthouders

en de geschetste risico's lijken mij op dit moment terecht. Bij de huidige ICO's is het over het algemeen onduidelijk wat daarvan de kwaliteit is. Zo is het vaak niet helder wat de (juridisch afdwingbare) voorwaarden van de uit te geven tokens zijn. Tenzij ICO's en de in dat kader uitgegeven tokens kwalificeren als effecten of andere financiële instrumenten, is bovendien geen sprake van toezicht op deze vorm van crowdfunding.<sup>51</sup> Dit maakt ICO's fraudegevoelig, mede vanwege het feit dat relatief eenvoudig en in korte tijd grote bedragen kunnen worden opgehaald. De angst van investeerders om 'de boot te missen' als zij niet instappen in ICO's draagt hieraan bij.

Voorgaande neemt echter niet weg dat een ICO *an sich* voor de toekomst een nuttig instrument kan zijn voor een onderneming om via crowdfunding (aanvullende) financiering te verkrijgen. Dat vereist mijns inziens wel dat de ICO wordt uitgevoerd vanuit een gereguleerde situatie en er een identificeerbare uitgever is. Gebruikmaking van een besloten *permissioned* blockchain kan hieraan bijdragen. Op voornoemde wijze kan informatieverstrekking richting (potentiële) investeerders – zoveel mogelijk – worden gewaarborgd, zodat het voor hen inzichtelijker wordt wat de risico's van een bepaalde investering zijn, wat de aan de token verbonden rechten inhouden en op welke manier de opgehaalde gelden worden besteed. Daarnaast leidt toezicht ertoe dat toezichthouders kunnen ingrijpen mocht dat nodig zijn. Dit zal tevens afschrikwekkend werken op eventuele malafide ICO-aanbieders. Onder dergelijke omstandigheden is er mijns inziens niets op tegen een ICO te gebruiken als crowdfundingmiddel. Groot voordeel van de ICO ten opzichte van de meer reguliere vormen van crowdfunding is daarbij dat tokens zeer eenvoudig en snel door investeerders kunnen worden aangekocht en verhandeld. Toepassing van (*permissioned*) blockchaintechniek zorgt er verder voor dat de kosten voor de betrokken partijen relatief laag blijven en dat transacties veilig en transparant kunnen worden afgewikkeld.

48. Art. 2:96 Wft.

49. Art. 1, aanhef en onderdeel 6 Wwft.

50. Art. 4:3 Wft.

51. Voor zover ICO's – op welke grond dan ook – buiten financieel toezicht vallen en tevens sprake is van Nederlandse consumenten die de tokens aankopen, gelden wel altijd nog de algemene regels van consumentenbescherming, met de ACM als toezichthouder.