

Nieuwe tijden op markten in cryptoactiva

Over de impact van de invoering van de verordening MiCAR op bestaande financiële ondernemingen

mr. drs. M. van Eersel¹

Naar verwachting zal vanaf 2024 de Verordening markten in crypto-activa ofwel de *Markets in Crypto Assets Regulation*, afgekort en hierna genoemd MiCAR)² rechtstreekse werking hebben in de lidstaten van de Europese Unie. Hierdoor zullen emittenten van daarin bedoelde cryptoactiva en aanbieders van cryptoactivadiensten aan nadere regels moeten gaan voldoen. Daarnaast zullen regels gelden voor eenieder ter voorkoming van marktmisbruik. In deze bijdrage zal na een overzicht van de reikwijdte, opzet en eisen van MiCAR worden ingegaan op de impact die deze verordening voor nieuwe activiteiten zal hebben op bestaande financiële ondernemingen zoals banken, betaalinstanties, beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen.

1. MiCAR – een samenvatting

1.1. Reikwijdte

MiCAR reguleert de markten in cryptoactiva grosso modo op basis van:

- i. markttoegangsvereisten voor het aanbieden van cryptoactiva respectievelijk het verzoeken om toelating van die cryptoactiva tot de handel op een handelsplatform voor cryptoactiva. Dit betreft de regulering van instellingen die cryptoactiva uitgeven, in de Nederlandse taalversie van MiCAR aangeduid als "emittenten";
- ii. markttoegangsvereisten voor het aanbieden van cryptoactivadiensten. Ondernemingen die zich hiermee bezighouden, de in MiCAR zogenoemde aanbieders van cryptoactivadiensten, heten hierna "cryptodienstverleners";
- iii. regels gericht op voorkoming van marktmisbruik met cryptoactiva.

Voor de bepaling van de markttoegangsvereisten voor emittenten (waarover hierna meer in paragraaf 1.2) is het type cryptoactiva relevant:

- i. *asset-referenced tokens* (ook in de Nederlandse taalversie van MiCAR aldus aangeduid);
- ii. *(electronic) money tokens* of *e-money tokens* (idem); of
- iii. andere onder MiCAR vallende cryptoactiva.

Asset-referenced tokens trachten een stabiele waarde te behouden door te "verwijzen" naar de waarde van diverse fiduciaire valuta³ die een wettig betaalmiddel zijn, één of meer grondstoffen, of één of meer cryptoactiva, of een combinatie van dergelijke activa. *E-money-tokens* hebben als hoofddoel het gebruik als ruilmiddel en trachten een stabiele waarde te behouden door te verwijzen naar de waarde van een fiduciaire valuta die een wettig betaalmiddel is (zoals de euro). MiCAR reguleert de genoemde activiteiten ook ten aanzien van andere cryptoactiva voor zover dergelijke activa kwalificeren als een digitale weergave van waarde of rechten die elektronisch kan worden overgedragen en opgeslagen, met

1. Michiel van Eersel is advocaat financieel recht bij Birkway in Amsterdam.

2. Brussel, 24.9.2020 COM(2020) 593 final, 2020/0265 (COD), Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in cryptoactiva en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>), zie hierover ook C.M. Grundmann-van de Krol, Toekomstige regulering van crypto-uitgevers en cryptodienstverleners: hoofdlijnen, *Ondernemingsrecht* 2021/67.

3. Zo genoemd ter onderscheiding van cryptovaluta gelet op de cruciale rol van het vertrouwen dat de bevolking heeft in de fiduciaire valuta uitgevende overheidsinstantie (doorgaans centrale bank), om deze reden in de cryptosfeer ook wel aangeduid als FIAT geld, naar het Latijnse Fiat lux dat "laat er licht zijn betekent en daarmee suggereert dat (ook) dit type geld geen intrinsieke waarde heeft.

gebruikmaking van *Distributed Ledger Technology*⁴ of vergelijkbare technologie.⁵ Onder deze ruime definitie van "cryptoactief" vallen in elk geval Bitcoin, andere als betaalmiddel bedoelde tokens *altcoins* en (andere) in de markt nu doorgaans als *utility tokens* – en in MiCAR als "gebruikstokens"⁶ – aangeduide activa en vermoedelijk ook de meeste soorten zogenoemde *non-fungible tokens* (NFT's).

Voor wat betreft de reikwijdte is verder meer in het bijzonder nog relevant dat de verordening niet van toepassing is op cryptoactiva die kwalificeren als:⁷

- a. financiële instrumenten in de zin van de Richtlijn Markten in Financiële Instrumenten II, ofwel MiFID II (artikel 4 lid 1 sub 15 van Richtlijn 2014/65/EU);⁸
- b. elektronisch geld in de zin van de Elektronisch geld richtlijn (artikel 2 sub 2 van Richtlijn 2009/110/EG), behalve wanneer zij op grond van MiCAR als *e-money-tokens* kwalificeren;
- c. deposito's in de zin van de Richtlijn depositogarantiestelsels artikel 2 lid 1 sub 3 van Richtlijn 2014/49/EU);
- d. gestructureerde deposito's in de zin van MiFID II (artikel 4 lid 1 sub 43 van Richtlijn 2014/65/EU);
- e. securitisatie in de zin van de Securitatie Verordening (artikel 2 lid 1 van Verordening (EU) 2017/2402).

Voor zover de betreffende cryptoactiva als zodanig kwalificeren is namelijk de daarvoor uitgevaardigde richtlijn (zoals geïmplementeerd in de Wft) respectievelijk de rechtstreeks werkende Securitatie Verordening van toepassing. Om onduidelijke reden ligt dat alleen anders ingeval van elektronisch geld. Als een cryptoactief namelijk kwalificeert als elektronisch geld én als *e-money token*, dan geldt niet de Elektronisch geld richtlijn, maar MiCAR. Voor de praktijk is vermoedelijk belangrijker dat als sprake is van cryptoactiva die kwalificeren als financieel instrument (zoals een effect) én als gebruikstoken (of ander cryptoactief) als bedoeld in MiCAR, dan dus

de Wft (vooral de regulering van beleggingsondernemingen ter implementatie van MiFIDII), de Verordening Marktmissbruik, ofwel de *Market Abuse Regulation*, MAR⁹ en (ingeval van effecten) de Prospectusverordening van toepassing zijn en niet MiCAR.

1.2. Regulering van emittenten

1.2.1. Regulering van emittenten van *asset-referenced tokens* en *e-money tokens*

Voor emittenten van *asset-referenced tokens* geldt als uitgangspunt dat zij over een daarvoor door de bevoegde autoriteit in de lidstaat van herkomst (in Nederland: de AFM) verleende vergunning moeten beschikken. Op basis daarvan mogen zij wel in de hele Europese Unie die tokens aanbieden die onder de vergunning vallen. In dit kader moeten zij aantonen dat zij voldoen aan diverse vereisten ten aanzien van onder meer het programma van werkzaamheden (inclusief bedrijfsmodel), de leidinggevende personen en UBO's, *governance* en de inrichting van de organisatie (inclusief een verplichte klachtenprocedure). Saillant is dat aanvragers ook een juridisch advies moeten overleggen met de strekking dat de *asset-referenced tokens* niet als financiële instrumenten, elektronisch geld, deposito's of gestructureerde deposito's kwalificeren. Voor vergunningaanvragen op grond van de Wft geldt iets dergelijks niet. Het lijkt erop dat men voorziet dat de toezichthouders wel wat extra comfort kunnen gebruiken bij de beoordeling van de juridische kwalificatie van het instrument. Daarnaast moeten aanvragers een *white paper* overleggen dat aan de daaraan in artikel 17 MiCAR gestelde eisen voldoet.

De vergunningplicht geldt niet voor vergunninghoudende in de EU gevestigde kredietinstellingen ingeval de aanbieding aan het publiek van de *asset-referenced tokens* uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers is gericht en ook alleen dergelijke beleggers deze tokens mogen aanhouden. Zij moeten echter wel een *white paper* opstellen dat aan de eisen van MiCAR voldoet en dit door de toezichthouder laten goedkeuren. De vergunningplicht geldt ook niet voor "kleine emittenten" met een gemiddelde uitstaand bedrag aan *asset-referenced tokens* over een periode van 12 maanden van niet meer dan EUR 5.000.000. Zij hoeven ook geen *white paper* over te leggen dat aan de eisen voldoet. Kennelijk is hiermee aangesloten bij de onder de Prospectusverordening beschikbare vrijstelling, zij het dat uitgevende instellingen in elk geval in Nederland daaronder nog wel een geprotocolleerd basisdocument moeten verstrekken.

Naast de vergunningplicht gelden diverse doorlopende eisen, waaronder nader uitgewerkte verplichtingen ten aanzien van:¹⁰

4. Gedefinieerd in art. 3 lid 1 MiCAR als een type technologie dat de vastlegging van geëncrypteerde data in een distributed ledger ondersteunt, waaronder dus meer in het bijzonder blockchaintechnologie. Zie hierover bijvoorbeeld ook M. van Eersel en Th. Van den Berg, Blockchain en *smart contracts*: toegang tot een reeks van slimme dingen, *Tijdschrift voor Financieel Recht in de praktijk*, 2017, nr. 4, p. 457 ev. (tevens verschenen in *Tijdschrift voor de Algemene Praktijk*, 2017, nr. 4. P. 15 ev.) en M. van Eersel en Schoonbeek, Blockchain en huurrecht, *Tijdschrift voor Huurrecht Bedrijfsruimte*, 2018 nr. 6.

5. Gelet op de definitie van "cryptoactief" in art. 3 lid 1 sub 2 MiCAR.

6. Gedefinieerd in art. 3 lid 5 MiCAR als een type cryptoactiva 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.

7. Art. 2 lid 2 MiCAR.

8. Zie hierover ook M. van Eersel, Blockchain-investing of beleggen in de cryptosfeer, *VBA Journaal*, 2018, nr. 134, p. 38 ev.

9. Verordening (EU) nr. 596/2014.

10. Dit zijn de basiseisen voor alle emittenten van *asset-referenced tokens*. Voor significante emittenten, zoals te bepalen aan de hand van art. 39 ev. MiCAR, gelden nog aanvullende en zwaardere eisen.

- i. eerlijk, billijk en professioneel handelen in het belang van de tokenholders;
- ii. inhoud, publicatie (en wijziging) van het *white paper* en reclame-uitingen;
- iii. doorlopende verstrekking van informatie, waaronder voor welk bedrag tokens in omloop zijn en wat de waarde en samenstelling van reserveactiva is;
- iv. behandeling van klachten en (potentiële) belangenconflicten;
- v. eigen vermogen (dat minimaal gelijk is aan het hoogste van (a) 350 000 EUR en (b) 2 % van het gemiddelde bedrag van het verplichte bedrag aan reserveactiva); en
- vi. omvang, samenstelling en beheer van de activareserve (met reserveactiva gerelateerd aan de referentieactiva).

Verder geldt voor de verwerving van een gekwalificeerd belang in een emittent een specifieke procedure waarbij de toezichthouder toetst aan onder meer reputatie, ervaring en financiële deugdelijkheid van betrokken personen.

Voor emittenten van *e-money tokens* gelden sterk vergelijkbare regels.

1.2.2. Emittenten van cryptoactiva, niet zijnde asset-referenced tokens en e-money tokens

Voor andere onder de reikwijdte vallende emittenten geldt een lichter regime dan voor *asset-referenced tokens* en *e-money tokens*. Voor hen geldt namelijk geen vergunningplicht, maar in beginsel wel de verplichting om een crypto asset *white paper* op te stellen voor de betreffende cryptoactiva dat voldoet aan de eisen van artikel 5 MiCAR, hiervan kennis te geven aan de toezichthouder (in de lidstaat van herkomst en via notificatie in de lidstaat van ontvangst) en dit te publiceren, waaronder publiek toegankelijk op de website. Daarnaast gelden nadere regels voor reclame-uitingen. Verder zijn emittenten doorlopend verplicht om een herroepingsrecht te verlenen aan consumenten die dergelijke cryptoactiva kopen, ongeacht of dit rechtstreeks bij de emittent gebeurt of bij een cryptodienstverlener die cryptoactiva namens die emittent plaatst. Dit herroepingsrecht houdt in dat consumenten 14 kalenderdagen de mogelijkheid hebben om hun instemming met de aankoop van die cryptoactiva kosteloos en zonder opgave van redenen te herroepen. Voorts moeten emittenten:

- i. eerlijk, billijk en professioneel handelen, waaronder beleggers gelijk behandelen tenzij de emittent preferente behandelingen in het *white paper* en de reclame-uitingen openbaar maakt;
- ii. eerlijk, duidelijk en niet misleidend communiceren met de houders van cryptoactiva;
- iii. belangenconflicten die kunnen ontstaan voorkomen, identificeren en beheren en deze openbaar maken;

- iv. ervoor zorgen dat al hun systemen en protocollen voor toegangsbeveiliging aan de betreffende Unienormen voldoen;
- v. ervoor zorgen dat als een aanbieding aan het publiek om welke reden ook wordt geannuleerd, de gelden die bij kopers of kandidaat-kopers zijn opgehaald, zo spoedig mogelijk correct worden teruggegeven.

Voor alle emittenten geldt dat zij rechtspersoon moeten zijn. Een emissie van cryptoactiva door bijvoorbeeld een *Decentralized Autonomous Organization*, DAO, is in de EU onder MiCAR dus niet toegestaan. Op het punt van deze "rechtspersoonlijkspllicht" is MiCAR dus nog vrij ouderwets, aangezien juist dergelijke constructies waarvoor de regels en afspraken zijn vastgelegd in *smart contracts* (in plaats van in een notarieel verleden akte van oprichting en statuten) en de stakeholders digitaal stemrecht hebben, met name vanuit de ontwikkelingen van de *distributed ledger technology* als de toekomst van de juridische vorm van organisaties worden gezien. Ook afgezien hiervan hebben de opstellers van MiCAR zich grotendeels door bestaande regels laten inspireren. Kortweg kan men stellen dat de vergunningvoorschriften voor emittenten lijken op die van de AIFMD, en de *white paper*-en reclamevoorschriften op die van de Prospectusverordening. Zoals hierna aan de orde zal komen lijken verder de vergunning- en doorlopende voorschriften voor cryptodienstverleners op die van MiFIDII en de regels ter voorkoming van marktmissbruik op die van de Verordening Marktmissbruik (MAR). Dat neemt niet weg dat er ook significante verschillen zijn tussen MiCAR en de genoemde al bestaande Europese regelgeving. Behandeling hiervan valt buiten het bestek van deze bijdrage.

1.3. Regulering van cryptodienstverleners

Voor het aanbieden (en verlenen) van cryptoactiva-diensten moet de betreffende crypto-onderneming – die net als een emittent rechtspersoon moet zijn – beschikken over een vergunning waarvoor vergelijkbare vereisten gelden als onder MiFIDII, met inbegrip van prudentiële¹¹ en organisatorische¹² vereisten, alsmede regels in verband met informatieverstrekking aan cliënten en toezichthouders, voorkoming en melding van marktmissbruik, transactierapportage, bewaring van gelden en cryptoactiva van cliënten etc. Op basis van de vergunning voor een of meer van de volgende cryptoactiva-diensten kan de cryptodienstverlener wel binnen de gehele Europese Unie actief zijn:

- i. de bewaring en het beheer van cryptoactiva namens derden;
- ii. de exploitatie van een handelsplatform voor cryptoactiva;

11. Art. 60 MiCAR.

12. Art. 61 MiCAR.

- iii. het omwisselen van cryptoactiva voor een fiduciaire valuta die een wettig betaalmiddel is;
- iv. het omwisselen van cryptoactiva voor andere cryptoactiva;
- v. de uitvoering van orders voor cryptoactiva namens derden;
- vi. het plaatsen van cryptoactiva;
- vii. het ontvangen en doorgeven van orders voor cryptoactiva namens derden;
- viii. adviesverlening over cryptoactiva.

Het gaat hierbij dus om diensten die sterk vergelijkbaar zijn met de in de Wft op grond van MiFIDII gereguleerde beleggingsdiensten plus twee in de Wwft al deels gereguleerde cryptodiensten, wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta ofwel *exchange services* en aanbieden van bewaarportemonnees, ofwel *custody wallet services*. Handelen voor eigen rekening in cryptoactiva is onder MiCAR, anders dan handelen voor eigen rekening in financiële instrumenten onder de Wft, niet gereguleerd.

Kennelijk omdat de regels zo sterk lijken op die van MiFIDII gelden voor beleggingsondernemingen de vergunningplicht en doorlopende vereisten onder MiCAR niet als zij alleen één of meer cryptoactivadiensten aanbieden die gelijkwaardig zijn met de beleggingsdiensten en -activiteiten waarvoor zij over een (MiFIDII-)vergunning beschikken.¹³ Wel moeten zij voldoen aan de vereisten van registratie en notificatie (voor grensoverschrijdende aanbieding), alsmede de voor cryptoactivadiensten specifieke prudentiële waarborgen en organisatorische vereisten (waaronder het vereiste dat de leden van het leidend orgaan beschikken over "*de vereiste goede faam en competenties in termen van kwalificaties, ervaring en vakbekwaamheid om hun taken te kunnen uitvoeren*").¹⁴ Iets vergelijkbaars geldt niet andersom. Als een cryptoactief kwalificeert als een financieel instrument als gedefinieerd in MiFIDII, dan zal de dienstverlener ten aanzien daarvan moeten beschikken over een MiFIDII vergunning. Dat is alleen anders als het gaat om een vergunninghoudende EU kredietinstelling. Een dergelijke instelling kan eveneens zonder vergunning cryptoactivadiensten aanbieden en hoeft slechts te voldoen aan de eisen van registratie en notificatie.¹⁵

1.4. Regels ter voorkoming van marktmisbruik

Ten aanzien van cryptoactiva die zijn toegelaten tot de handel op een handelsplatform voor cryptoactiva

dat door een vergunninghoudende cryptodienstverlener wordt geëxploiteerd,¹⁶ moeten marktpartijen diverse vereisten en verboden ter voorkoming van marktmisbruik in acht nemen. Deze lijken – hoewel in sterk verkorte vorm – veel op de vereisten en verboden in de Verordening Marktmisbruik (MAR) ten aanzien van financiële instrumenten die zijn goedgekeurd aan een gereguleerde markt, MTF of OTF. Het gaat hierbij om regels over openbaarmaking van voorwetenschap door emittenten (al dan niet na onder voorwaarden toe te passen uitstel) en de verboden op handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie.¹⁷

2. Gevolgen van MiCAR voor de compliance organisatie van bestaande financiële ondernemingen

2.1. Gebondenheid aan MiCAR voor eigen activiteiten

Uiteraard zullen financiële ondernemingen moeten analyseren in hoeverre zij gelet op hun eigen (al verrijkt of voorgenomen) activiteiten een MiCAR-vergunning zullen moeten hebben of anderszins aan MiCAR verplichtingen gebonden zullen zijn. Hoewel zij ook emittent kunnen zijn ligt met name voor de hand dat hun activiteiten kunnen kwalificeren als het aanbieden van cryptoactivadiensten. Dit geldt meer in het bijzonder ook waar zij zich zouden inlaten met het aanprijzen van cryptoactiva, in social media ook wel *finfluencing* genoemd.¹⁸ Voor zover het hierbij uitlatingen betreft die gelijkwaardig zijn met beleggingsaanbevelingen,¹⁹ speelt dit niet omdat MiCAR dergelijke aanbevelingen niet reguleert. Waar het gaat om gepersonaliseerde of specifieke aanbevelingen, hetzij op verzoek van de derde, hetzij op initiatief van de cryptodienstverlener die het advies verleent, betreffende de verwerving of de verkoop van één of meer cryptoactiva, of het gebruik van cryptoactivadiensten, dan speelt dit wel. In deze gevallen is namelijk sprake van vergunningplichtig "advies geven over cryptoactiva" en daarmee van aanbieden van een cryptoactivadienst.

Zoals hiervoor aangegeven mogen kredietinstellingen deze diensten zonder MiCAR-vergunning aanbieden, mits zij zich hebben geregistreerd in het daarvoor bestemde register van ESMA en notificatie heeft plaatsgevonden voor alle lidstaten waarin zij willen aanbieden. Voor beleggingsondernemingen geldt hetzelfde, zij het dat zij aan nadere met name

13. Zie art. 2 lid 6 MiCAR, waarin ook is aangegeven welke diensten gelijkwaardig worden geacht. Voor Nederlandse partijen gaat het hierbij dus om een vergunning voor het verlenen van beleggingsdiensten op grond van art. 2:96 Wft.

14. Ofwel de verplichtingen van de artikelen 57, 58, 60 en 61 MiCAR.

15. Art. 2 lid 5 MiCAR.

16. Of waarvoor een verzoek om toelating tot de handel op dit soort handelsplatform is ingediend.

17. Art. 77 tot en met 80 MiCAR.

18. Zie hierover onder meer de waarschuwingen van de AFM, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/december/verkenning-finfluencers>.

19. In de zin van artikel 3 lid 1 sub 35 Verordening Marktmisbruik.

aanvullende prudentiële en organisatorische vereisten moeten voldoen. Hierbij speelt een rol of het gaat om cryptoactiva die kwalificeren als financiële instrumenten – onder noemers als bijvoorbeeld *tokenized securities, securities tokens, financial asset backed tokens* en dergelijke²⁰ – of om cryptoactiva die dat niet doen. Als het uitsluitend gaat om de eerste categorie, dan hoeven zij überhaupt geen actie te ondernemen voor zover hun MiFIDII vergunning deze activiteiten dekt. Zij zullen dan echter wel steeds moeten verifiëren of het gelet op de karakteristieken van elk betrokken cryptoactief daadwerkelijk om een financieel instrument gaat. Verder moeten zij zich net als eenieder houden aan de regels ter voorkoming van marktmisbruik. Voor zover financiële ondernemingen – op grond van vergunning of uitzondering – wel zelf actief zijn als cryptodienstverlener komt hier een meldplicht bij.²¹ Zij moeten in dat kader ook beschikken over systemen, procedures en regelingen om marktmisbruik in verband met cryptoactiva te monitoren en op te sporen. Zij melden onverwijld aan de toezichthouders alle vermoedens dat sprake kan zijn van omstandigheden die erop wijzen dat marktmisbruik is gepleegd, wordt gepleegd of dreigt te worden gepleegd. Ten aanzien van de beheersing van de hiermee gepaard gaande risico's en ook andere integriteitsrisico's die spelen bij hun activiteiten op de cryptomarkten moeten zij aanpassingen doorvoeren in de inrichting van de bedrijfsvoering (zodanig dat deze een beheerste en integere uitoefening van hun bedrijf waarborgt),²² waaronder in elk geval voor kredietinstellingen, betaalinstantellingen en beheerders van beleggingsinstellingen ook ten aanzien van systematische analyse van integriteitsrisico's²³. In lijn hiermee zullen zij ook hun beleid dat een integere uitoefening van het bedrijf waarborgt moeten aanpassen.²⁴

Verder zullen ook aanpassingen nodig zijn in het beleid ter zake van melding van ongebruikelijke transacties en van behandeling, melding en opvolging van incidenten die kunnen plaatsvinden in het kader van gedragingen op markten in cryptoactiva waarbij zij in enige relevante rol betrokken zijn. Dit geldt ongeacht of zij zelf kwalificeren als emittent of cryptodienstverlener.

Beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen moeten erop bedacht zijn dat ook als zij op grond van een van de toezichthouder verkregen MiFIDII-uitbreiding *top-up*²⁵ beleggingsdiensten orderremise, orderexecutie en/of beleggingsadvies mogen verlenen, zij op grond van de huidige tekst van MiCAR

geen cryptoactivadiensten mogen aanbieden. Dit mag ook niet als het gelijkwaardige diensten betreft als waarvoor de toezichthouder de top-up heeft toegestaan. Dit lijkt een vooral voor cryptofondsbeheerders bezwaarlijke omissie te zijn die de Europese wetgever wellicht later nog zal rechtzetten. Dit komt temeer op nu beheerders – waar zij met een AIFMD vergunning niet tevens een MiFIDII vergunning kunnen hebben²⁶ – naar verwachting ook niet over een MiCAR vergunning kunnen beschikken. Ook bevat MiCAR geen uitzondering of vrijstelling voor werkzaamheden die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling worden verricht en tegelijkertijd kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst.

2.2. Dienstverlening aan emittenten en cryptodienstverleners

Alleen al in het kader van de client *due diligence* zullen financiële ondernemingen moeten nagaan wat de regulatoire status is van hun cliënten. Als een cliënt onder de reikwijdte van MiCAR valt als emittent of cryptodienstverlener, dan zullen zij in het ESMA-register moeten nagaan of de vereiste vergunning voorhanden is en/of op de betreffende cryptoactiva betrekking hebbende *white papers* beschikbaar zijn gesteld. Als de cliënt een *finfluencer* is, dan zal de financiële onderneming, zoals ook hiervoor al aan de orde kwam, moeten beoordelen of deze zich uitlaat over cryptoactiva die kwalificeren als financieel instrument (in welk geval MiFIDII van toepassing is) dan wel over cryptoactiva die dat niet doen (in welk geval MiCAR van toepassing is), respectievelijk of de uitlatingen hooguit "slechts" kwalificeren als beleggingsaanbevelingen, dan wel dat deze kwalificeren als beleggingsadvies. In het laatste geval is immers een (MiFIDII- of MiCAR-) vergunning vereist.

2.3. Samenwerking met cryptodienstverleners

Op grond van art. 4:100 Wft moet een beleggingsonderneming die voor de eerste maal een bepaalde beleggingsdienst²⁷ verleent voor een andere beleggingsonderneming of een beleggingsdienst verleent voor cliënten die worden aangebracht door een andere beleggingsonderneming, zich er tevoren van vergewissen dat de andere beleggingsonderneming niet handelt in strijd met MiFIDII-vergunningplicht van art. 2:96 Wft of dat de bevoegde toezichthouder aan de andere beleggingsonderneming geen

20. Zie hierover onder meer A. Hakvoort, *Tokenisation en het Nederlandse toezichtkader Een verkwikkende sprong in het diepe*, *Tijdschrift Financieel Recht in de Praktijk*, nr. 2, april 2021, p. 31 ev.

21. Art. 60 lid 9 MiCAR.

22. Als bedoeld in art. 3:17 respectievelijk art. 4:14 Wft.

23. Art. 17 Bgfo voor beheerders, art 10 Bpr voor onder meer kredietinstellingen en betaalinstantellingen.

24. Art. 3:10 Wft respectievelijk 4:11 Wft.

25. Op grond van art. 2:97 lid 4 Wft.

26. Zie hierover ook J.C.A. Tonino, *Op zoek naar de grenzen van het AIFMD-activiteitenverbod: beleggingsdienstverlening door een beheerder van een beleggingsinstelling*, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, Nr. 7/8 juli/augustus 2015.

27. Het gaat hier om een beleggingsdienst als bedoeld in de definitie van verlenen van beleggingsdiensten in art. 1:1 Wft onderdeel a (orderremise), b (orderexecutie) of d (beleggingsadvies).

transactie- of activiteitenverbod heeft opgelegd. Een vergelijkbare bepaling bevat MiCAR (nog) niet. Gelet op de sterke gelijkens tussen de aan de orde zijnde diensten, zal een verplichting met vergelijkbare strekking vermoedelijk nog wel op een of andere wijze worden geëxpliciteerd. Maar ook los van een expliciete verplichting zullen financiële ondernemingen geen samenwerking (moeten) willen met partijen die de vergunning- en/of white paperplicht overtreden.

2.4. Dienstverlening aan (potentiële) houders van cryptoactiva en cliënten van cryptodienstverleners

Voor banken en betaaldienstverleners geldt dat zij ervoor moeten zorgen dat hun cliënten geen schade lijden doordat hun bankrekeningen, respectievelijk betaalfaciliteiten worden gebruikt voor betalingen aan marktpartijen zoals traditionele vermogensbeheerders – maar ongetwijfeld ook emittenten en cryptoactivadienstverleners – die niet aan de regulatoire eisen voldoen of zelfs malafide zijn. Dit volgt uit het Safe Haven arrest en het Ponzi arrest.²⁸ In het eerste arrest heeft de Hoge Raad geoordeeld dat "*de maatschappelijke functie van een bank een bijzondere zorgplicht meebrengt ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt*". Tot deze derden kunnen zelfs ook anderen behoren dan alleen de eigen cliënten. De reikwijdte van deze zorgplicht, die is gericht op de bescherming tegen eigen lichtvaardigheid en het gebrek aan kunde en inzicht van het beleggend publiek, hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder ook de omstandigheid dat de toezichtwet – zoals MiCAR – mede strekt ter bescherming van de belangen van beleggers. Dit kan ertoe leiden dat de bank, bijvoorbeeld gelet op ongebruikelijk betalingsverkeer op rekeningen, moet onderzoeken of de gebruiker daarvan mogelijk handelt in strijd met enig toezichtrechtelijk markttoegangsvereiste, zoals in dit kader de vergunningplicht voor bepaalde emittenten en het *white paper* vereiste. Mijns inziens is dit voor betaaldienstverleners die sterk overeenkomende diensten verlenen, zoals het faciliteren van geldtransfers, niet anders.

Iets vergelijkbaars speelt ook voor beleggingsondernemingen die adviseren over of anderszins faciliterend zijn bij "plaatsing" van cryptoactiva zonder dat zij een directe juridische relatie hebben met de betreffende emittent of betrokken cryptodienstverlener. Ook zij zullen zich meer in het bijzonder ervan moeten vergewissen dat in elk geval de emittent van de cryptoactiva aan de markttoegangseisen voldoet door het ESMA-register te raadplegen op vergunning

en *white papers*. Uiteraard zullen beheerders in vergelijkbare zin moeten controleren dat de emittenten in de cryptoactiva waarvan zij ten behoeve van de door hen beheerde beleggingsinstellingen beleggen aan de eisen voldoen zoals blijkt uit de registers. Dat zullen zij sowieso moeten willen doen, omdat de kans groot lijkt dat belegging in cryptoactiva van een emittent die dat niet doet ook door andere oorzaken een slecht beleggingsresultaat zal opleveren.

Een geheel andere vraag die in dit kader opkomt is in hoeverre met name banken ook dienstverlening kunnen weigeren als cliënten zakendoen met emittenten of cryptodienstverleners die wél aan alle eisen voldoen. Banken willen hiertoe mogelijk kunnen overgaan omdat de bank het risico te groot acht dat er in dergelijke relaties – toezichtrechtelijk, beleggingstechnisch of fraudegerelateerd – toch iets misgaat en de cliënt de bank vervolgens aanspreekt tot schadevergoeding. De bank zou zich ook onvoldoende in staat kunnen achten om de onderzoeksverplichtingen op grond van de Wwft na te komen bij betalingen van of aan emittenten over de rekeningen van de bank. Met name dit laatste heeft bij tenminste één bank in Nederland geleid tot beleid met de strekking dat (zakelijke) cliënten rekeningen bij deze bank niet mogen gebruiken bij de aan- of verkoop van bitcoin (of andere virtuele valuta). Banken mogen mijns inziens evenwel aannemen dat de regulering van emittenten en cryptodienstverleners onder MiCAR de risico's op (betrokkenheid bij) witwassen, financieren van terrorisme of andere financieel-economische criminaliteit juist mitigeert.²⁹ Hier komt bij dat deze partijen waarschijnlijk zelf ook zullen gaan kwalificeren als "instelling" in de zin van de Wwft – en ook uit dien hoofde onder toezicht gaan vallen – en daardoor juist ook zelf grondig cliëntenonderzoek zullen moeten verrichten. Mogelijk zullen zij zelfs onder een extra zwaar regime vallen zoals nu al geldt voor de crypto-exchanges en de *custody wallet providers*. Om civielrechtelijke discussie over staking van bepaalde werkzaamheden of het beëindigen van bankrelaties te voorkomen, doen banken er in dit licht goed aan om hun beleid op dit punt degelijk te onderbouwen en te specificeren.

3. Conclusies en aanbeveling

De invoering van MiCAR zal voor bestaande financiële ondernemingen een significante impact hebben. In elk geval zullen zij moeten analyseren of en zo ja welke soort onder MiCAR gereguleerde activiteiten zij zelf verrichten of dit wensen te gaan doen. Voor zover dit zo is zullen zij aan de diverse markttoegangsvereisten en doorlopende verplichtingen moeten voldoen. Vergunninghoudende EU- kredietinstellingen en beleggingsondernemingen kunnen in

28. Hoge Raad 23 december 2005, ECLI:NL:HR:2005:AU3713, NJ 2006/289 respectievelijk HR 27 november 2015 ECLI:NL:HR:2015:3399 NJ 2016/245 m. nt. van T.F.E. Tjong Tjin Tai.

29. Zie over deze materie ook M. van Eersel en A. Schoonbeek, Dienstverleners in de cryptowereld: poortwachter zoekt poortwachter, *Tijdschrift voor Compliance*, 2018, nr. 1.

elk geval, mits zij aan nadere voorwaarden voldoen, zonder vergunning actief zijn als cryptodienstverlener. Verder zullen zij aanpassingen moeten doorvoeren in het kader van de beheerste en integere bedrijfsvoering met bijbehorend beleid ter waarborging daarvan, waaronder met het oog op te detecteren en te melden ongebruikelijke transacties in verband met cryptoactiva. Voor zover zichzelf actief zullen zijn als cryptodienstverlener zullen verder aanpassingen/aanvullingen nodig zijn in verband met de verplichting tot melding van – kort gezegd – vermoedens van marktmisbruik ten aanzien van cryptoactiva. Verder zullen zij potentiële of bestaande cliënten die kwalificeren als emittent of cryptodienstverlener als zodanig moeten herkennen en moeten controleren of zij tenminste aan de markttoegangsvereisten voldoen. Ook in het kader van samenwerking met cryptodienstverleners zullen zij in elk geval moeten controleren of deze over de vereiste MiCAR-vergunning (dan wel een passende en in het ESMA register op te nemen MiFIDII-vergunning) beschikken. Ten slotte zullen zij moeten onderzoeken welke maatregelen nodig zijn om de civielrechtelijke zorgplicht tegenover cliënten na te komen die ertoe strekt hen te beschermen, waaronder door te controleren of emittenten of cryptodienstverleners waarmee deze cliënten zakendoen de markttoegangseisen naleven. Ten slotte valt met name voor banken, die met rekeningen een voor deelname aan het economisch verkeer noodzakelijk product aanbieden, aan te bevelen om kritisch hun beleid tegen het licht te houden op het punt van gebruik van deze rekeningen voor betaling van en aan emittenten en cryptodienstverleners die wél aan de markttoegangseisen voldoen.

Al met al staan de bestaande financiële ondernemingen met MiCAR interessante compliance-uitdagingen te wachten. Maar daarmee komen ook mooie kansen, juist op de markten in cryptoactiva.