

Regulering van stablecoins in het MiCa-tijdperk

mr. V.J. Carvalho Mota en mr. I.S. Dovgaliouk¹

Stablecoins vallen momenteel, afhankelijk van de functionele en technische kwalificatie, binnen de reikwijdte van één of meerdere regelgevende regimes. Dat brengt rechtsonzekerheid met zich mee. De Europese Commissie poogt in haar voorstel voor de verordening betreffende markten in cryptoactiva een breed palet van cryptoactiva, waaronder (uitgevers van en dienstverleners inzake) stablecoins, te reguleren. Mede in het licht van de opkomst van nieuwe betaalmiddelen (waaronder stablecoins) heeft de Europese Centrale Bank een voorstel voor een digitale euro gedaan.

1. Inleiding

1.1. Cryptoactiva (tokens)

Op 24 september 2020 presenteerde de Europese Commissie (hierna: EC) het Digital Finance Package, een serie wetsvoorstellen met een strategie voor de Europese Unie (hierna: EU) op het gebied van digitale financiële dienstverlening. Met het Digital Finance Package wil de EC de Europese interne markt moderniseren en van de EU een digitale wereldspeler maken.² Naast onder meer wetsvoorstellen inzake een proefregeling met marktinfrastructuur op basis van *distributed ledger technology* (hierna: DLT),³ versterking van de digitale operationele veerkracht van de financiële sector⁴ en de verduidelijking of wijziging van een aantal daarmee samenhangende EU-regels voor financiële diensten,⁵ heeft de EC een voorstel voor een verordening betreffende de regulering van markten in cryptoactiva (*Markets in Crypto Assets Regulation*, hierna: MiCa-verordening) gepubliceerd.⁶

In de praktijk worden cryptoactiva (hierna: tokens) ook wel tokens genoemd. Vooralsnog is er in Nederlandse wetgeving of richtsnoeren van de AFM en DNB geen rechtlijnige definitie te vinden van tokens. De MiCa-verordening poogt hier verandering in te brengen en omvat een geheel nieuw zelfstandig regime voor de regulering van tokens en bijbehorende dienstverlening die op dit moment buiten het huidige raamwerk van Europese regelgeving voor financiële dienstverlening vallen. Afhankelijk van

de technische en functionele toepassing, worden tokens op dit moment wel of niet gereguleerd onder bestaande Europese of Nederlandse regelgeving, welk regelgevend kader wij later in deze bijdrage uiteen zullen zetten.

De MiCa-verordening omschrijft tokens in de meest brede zin als 'de digitale weergave van waarde of rechten die elektronisch kunnen worden overgedragen en opgeslagen, met gebruikmaking van DLT of vergelijkbare technologie.'⁷ DLT staat voor 'distributed ledger technology' en is de aanduiding voor de soort technologie die de vastlegging van versleutelde data in een gedistribueerd grootboek ondersteunt. Bij distributie moet men in dit geval denken aan een decentraal netwerk, waarbij informatie op meerdere 'nodes' (computers) binnen een systeem is opgeslagen.

De Nederlandse wetgever maakt in haar consultatiereactie op de MiCa-verordening een onderscheid tussen (i) transactietokens, (ii) gebruikstokens en (iii) investeringstokens, in lijn met de classificatie die de AFM en DNB gezamenlijk presenteerden eind 2018.⁸ Dit is de classificatie die in de praktijk meestal wordt gebruikt en helpt bij het bepalen of een token in een bepaald regelgevend kader valt.⁹ De EC hanteert in haar voorstel voor de MiCa-verordening echter weer een andere, maar enigszins gelijkende classificatie: e-money-tokens, gebruikstokens en asset-referenced tokens. Dit is de classificatie die verderop in deze bijdrage zal worden besproken.

1. Mr. V.J. Carvalho Mota en mr. I.S. Dovgaliouk zijn beiden advocaat bij Freshfields Bruckhaus Deringer LLP te Amsterdam.
2. Directoraat-generaal financiële stabiliteit, financiële diensten en kapitaalmarktenunie van de Europese Commissie, 'Digital finance package', ec.europa.eu 24 september 2020.
3. COM(2020)594 def.
4. COM(2020)595 def.
5. COM(2020)596 def.
6. COM(2020)593 def.

7. Art. 3 COM(2020)593 def.
8. Kamerstukken II, 2019/20, 22112, nr. 2937. En: Autoriteit Financiële Markten & De Nederlandsche Bank, *Crypto's: Aanbevelingen voor een regelgevend kader*, dnb.nl december 2018, p. 9-10.
9. Vgl. FINMA, *Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial Coin Offerings*, finma.ch 16 februari 2018; SMSG, *Securities and Markets Stakeholder Group Advice to ESMA. Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, esma.europa.eu 19 oktober 2018 en EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, eba.europa.eu 9 januari 2019.

1.2. Virtuele valuta (cryptocurrency)

Afhankelijk van de hierboven genoemde classificatie van tokens, ziet de MiCa-verordening ook op de regulering van dienstverlening omtrent virtuele valuta (hierna: cryptocurrency). De meest uniforme definitie van cryptocurrency is momenteel te vinden in de vijfde Europese anti-witwas richtlijn¹⁰ (hierna: AMLD5), namelijk: 'een digitale weergave van waarde die niet door een centrale bank of een overheid wordt uitgegeven of gegarandeerd, die niet noodzakelijk aan een wettelijk vastgestelde valuta is gekoppeld en die niet de juridische status van valuta of geld heeft, maar die door natuurlijke of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld'.¹¹ De Nederlandse wetgever heeft deze definitie conform de AMLD5 tekst geïmplementeerd in de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (hierna: Wwft).¹² Cryptocurrency zal meestal als een transactietoken (binnen de categorisatie van de Nederlandse wetgever) of als asset-referenced of e-money-token (binnen de categorisatie van de EC) kunnen worden geclassificeerd. Bekende varianten van cryptocurrency zijn Bitcoin, Ethereum en Ripple.

1.3. Stablecoins

Stablecoins zijn een specifieke vorm van cryptocurrency en hebben vooral de afgelopen jaren aan populariteit gewonnen.¹³ Verschillende initiatieven, zoals de private stablecoin Diem (voorheen Libra) van Facebook in 2019 en de reeds langer bestaande Tether van Tether Limited, hebben hieraan bijgedragen.¹⁴ Een stablecoin kan worden omschreven als een digitale waarde eenheid (zoals cryptocurrency) waarbij de waarde van de digitale eenheid wordt gedekt door een onderliggend stabilisatiemechanisme.¹⁵ De stablecoin ontleent zijn naam aan de relatieve waarde stabiliteit die deze vorm van cryptocurrency biedt ten opzichte van over het algemeen relatief volatiele cryptocurrency (zoals Bitcoin). Een stablecoin kan bijvoorbeeld gekoppeld zijn aan een relatief waardevast activum, dat intrinsieke waarde heeft door bijvoorbeeld schaarste (denk aan goud) of gedekt wordt door een centrale bank van een stabiel

land (denk aan de Amerikaanse Federal Reserve en de dollar).¹⁶ Volatiele cryptocurrencies, zoals Bitcoin, zijn in principe volledig onderworpen aan de grillen van de markt.

De daadwerkelijke stabilisatie van de waarde van een stablecoin wordt bewerkstelligd door een bepaald mechanisme. Er zijn twee belangrijke categorieën stabilisatiemechanismen te onderscheiden:

- i. Een activa-gekoppeld stabilisatiemechanisme. Hier wordt de waarde van de stablecoin gekoppeld aan een fysiek of financieel activum (waaronder dus het eerdergenoemde voorbeeld van goud, maar dit kunnen bijvoorbeeld ook andere tokens zijn). Dit mechanisme kenmerkt zich doordat een centrale uitgever de waarde van de stablecoins stabiliseert door meer of minder van het onderliggende activum in reserve te houden. Afhankelijk van het type mechanisme, heeft de houder van de stablecoin in sommige gevallen een directe claim op de centrale uitgever of het onderliggende gekoppelde activum, indien hij een dergelijke stablecoin bezit.¹⁷
- ii. Een algoritmisch stabilisatiemechanisme. Hier wordt de stabiliteit van de stablecoin gegarandeerd door algoritmische protocollen. Deze protocollen zorgen dat er meer of minder aanbod van stablecoins op de markt komt door het aanbod van de respectievelijke stablecoin op de markt bijvoorbeeld te vermeerderen of te verminderen door het zogenaamde *mining*-proces te versnellen of te vertragen (*mining* is het proces waarbij computerkracht wordt ingezet om transacties met een bepaalde cryptocurrency te valideren en faciliteren, waarbij de partij die deze computerkracht inzet wordt beloond in deze zelfde cryptocurrency).¹⁸ Een dergelijk systeem kenmerkt zich door decentralisatie. Er is namelijk geen centrale uitgever.¹⁹

Bovenstaande classificatie van stablecoins ziet op het procedurele mechanisme waarmee de stablecoin stabiel wordt gehouden. Er zijn echter ook andere manieren om stablecoins te classificeren. Zo kan er ook worden gekeken naar de 'locatie' en aard van het onderliggende activum dat de stablecoin probeert te stabiliseren. Dat activum, of onderpand, kan worden gehouden (i) door een centrale uitgever in de vorm van een betrouwbaar liquide activum (*tokenised funds*), (ii) door een centrale uitgever in minder liquide activa (zoals effecten, goederen of tokens) (*off-chain collateralised funds*), (iii) door een centrale uitgever in tokens op de blockchain (*on-chain*

10. Richtlijn (EU) 2018/843 van het Europees Parlement en de Raad van 30 mei 2018 tot wijziging van Richtlijn (EU) 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering, en tot wijziging van de Richtlijnen 2009/138/EG en 2013/36/EU.

11. Art. 1 AMLD5.

12. Art. 1 Wwft.

13. M. Bijlsma & E. Faber, 'Het Libra-tijdperk: de opkomst van stablecoins en globaal betalen', *TvCo* 2020, afl. 2, p. 121-128.

14. 'Tether: Fiat currencies on the Bitcoin blockchain', tether.to

15. D. Bullmann, J. Klemm & A. Pinna, 'In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?', *ECB Occasional Paper*, 2019/230.

16. Verwijzingen naar de dollar betreffen verwijzingen naar de Amerikaanse dollar.

17. Financial Stability Board, *Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, fsb.org 13 oktober 2020.

18. Financial Stability Board, *Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, fsb.org 13 oktober 2020.

19. M. Bijlsma & E. Faber, 'Het Libra-tijdperk: de opkomst van stablecoins en globaal betalen', *TvCo* 2020, afl. 2, p. 121-128.

collateralised funds) of zonder onderpand (waarbij gebruik wordt gemaakt van het eerdergenoemde algoritmische stabilisatiemechanisme).²⁰ Dit is de classificatie die de Europese Centrale Bank (hierna: ECB) hanteert.

2. Huidig Europees en Nederlands regelgevend kader stablecoins

Een enquête van de Financial Stability Board (hierna: FSB) uit 2020 wijst uit dat de meeste jurisdicties wereldwijd nog geen specifieke regelgevende regimes hebben voor tokens (waaronder stablecoins). Afhankelijk van de technische of functionele kwalificatie van de token kan deze echter reeds onder Europese regelgeving (en Nederlandse implementatiewetgeving) vallen.

Daarnaast constateerde de onderzoeksdienst van het Europees Parlement dat er rechtsonzekerheid heerst binnen de financiële sector wat betreft het gebruik van stablecoins en de regulering van de bijbehorende dienstverlening. De onderzoeksdienst constateerde tevens dat een groot deel van de bestaande tokens door zijn aard buiten de bestaande Europese wetgeving voor financiële dienstverlening valt, of dat het onduidelijk is in welk Europeesrechtelijk kader een dergelijke token dient te worden geplaatst.²¹

Om te bepalen of de uitgifte van (danwel dienstverlening omtrent) stablecoins gereguleerd is in Nederland, valt het gezien de onderlinge diversiteit van de verschillende soorten stablecoins aan te bevelen een specifieke analyse te doen van de functionele en technische eigenschappen van de stablecoin. Op die basis kan worden bekeken aan welke eisen de desbetreffende uitgever respectievelijk dienstverlener moet voldoen uit hoofde van het relevante regelgevende kader. In dat kader zullen wij in de hiernavolgende paragrafen kort stilstaan bij de eventuele toepasselijkheid op stablecoins van de regelgevende regimes (en waar relevant, hun implementatie in Nederlandse wetgeving) zoals opgenomen in de AMLD5, de herziene richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (hierna: MiFID2),²² de herziene richtlijn

betaaldiensten (hierna: PSD2),²³ de herziene elektronischgeldrichtlijn (hierna: EMD2),²⁴ de richtlijn voor (beheerders van) instellingen voor collectieve belegging in effecten (hierna: UCITSD),²⁵ de richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AIFMD)²⁶ en de verordening van de ECB met betrekking tot oversight vereisten voor systeemrelevante betalingssystemen (hierna: SIPS-verordening).²⁷

2.1. AMLD5

AMLD5 regelt onder andere het integriteitstoezicht op bedrijven die diensten aanbieden voor het wisselen tussen virtuele valuta (cryptocurrency) en fiduciaire valuta en bedrijven die (crypto) bewaarportemonnees aanbieden.²⁸ AMLD5 is in Nederland hoofdzakelijk geïmplementeerd in de Wwft. Op grond van de Wwft dienen bedrijven die de hiervoor beschreven diensten aanbieden onder meer te voldoen aan een registratieplicht bij DNB.

De AMLD5 behelst op dit moment het enige Europese regime dat specifiek is gericht op dienstverlening omtrent cryptocurrency. Cryptocurrency (in de Wwft 'virtuele valuta' genoemd) wordt in de Wwft gedefinieerd als 'een digitale weergave van waarde die niet door een centrale bank of een overheid wordt uitgegeven of gegarandeerd, die niet noodzakelijk aan een wettelijk vastgestelde valuta is gekoppeld en die niet de juridische status van valuta of geld heeft, maar die door natuurlijke personen of rechtspersonen als ruilmiddel wordt aanvaard en die elektronisch kan worden overgedragen, opgeslagen en verhandeld'.²⁹ De wetgever heeft met deze definitie gepoogd om cryptocurrency expliciet te onderscheiden van fiduciaire valuta en elektronisch geld.³⁰ In

20. ECB Crypto-Assets Task Force, 'Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area', *ECB Occasional Paper*, 2020/247.

21. Onderzoeksdienst van het Europees Parlement, *Digital finance: Emerging risks in crypto-assets – Regulatory and supervisory challenges in the area of financial services, institutions and markets*, europa.eu 17 september 2020.

22. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) en Verordening 600/2014/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

23. Richtlijn 2015/2366 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende betalingsdiensten in de interne markt, houdende wijziging van de Richtlijnen 2002/65/EG, 2009/110/EG, en 2013/35/EU en Verordening (EU) nr. 1093/2010 en houdende intrekking van Richtlijn 2007/64/EG.

24. Richtlijn 2009/110/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 betreffende de toegang tot, de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld, tot wijziging van de Richtlijnen 2005/60/EG en 2006/48/EG en tot intrekking van Richtlijn 2000/46/EG.

25. Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

26. Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

27. Verordening van de Europese Centrale Bank (EU) nr. 795/2014 van 3 juli 2014 met betrekking tot oversightvereisten voor systeemrelevante betalingssystemen.

28. 'Integriteitstoezicht op aanbieders van cryptodiensten', *toezicht.dnb.nl* 21 mei 2020.

29. Art. 1 Wwft.

30. Elektronisch geld is de digitale weergave van fiduciaire valuta. *Kamerstukken II 2018/19, 35245*, nr. 3, p. 32 (*MvT*).

de memorie van toelichting bij de Nederlandse implementatiewet van AMLD5 wordt dit verder toegelicht door de drie functies van fiduciaire valuta te benoemen, namelijk: het gebruik als (i) rekeneenheden, (ii) ruilmiddel en (iii) waardemiddel voor de toekomst (oppotmiddel). Met de gehanteerde definitie van cryptocurrency probeert de wetgever aan te tonen dat cryptocurrency deze functies niet op dezelfde manier kan vervullen als fiduciaire valuta.³¹ Naar onze mening getuigt de brede opzet van deze definitie dat de wetgever ook heeft beoogd om stablecoins onder de definitie van cryptocurrency te laten vallen.

Ten aanzien van aanbieders van diensten inzake het wisselen tussen virtuele en fiduciaire valuta geeft DNB een niet-limitatieve opsomming van het soort diensten dat onder het toepassingsbereik van de Wwft valt: (i) het aanbieden van wisseldiensten die de koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot crypto's op zodanige wijze samenbrengen dat er een overeenkomst uit voortvloeit volgens de regels van het platform, (ii) zelf als tegenpartij bij een wisseltransactie optreden, (iii) als bemiddelaar optreden (als broker), en/of (iv) het wisselen tussen virtuele en fiduciaire valuta door middel van het aanbieden van *automated teller machines*.³²

Diensten betreffende het wisselen tussen verschillende soorten cryptocurrencies zijn vooralsnog uitgesloten van het toepassingsbereik van de Wwft. DNB heeft echter aangegeven dat dit naar alle waarschijnlijkheid in de toekomst zal veranderen naar aanleiding van de aanbevelingen van de Financial Action Task Force (hierna: FATF) uit juni 2019.³³ De FATF heeft in haar aanbevelingen wisseldiensten tussen verschillende cryptocurrencies expliciet in de door de FATF gehanteerde definitie van 'cryptodienstverlener' (*virtual assets service provider*) opgenomen.³⁴ Deze definitie komt als zodanig niet in AMLD5 voor. Het toepassingsbereik van AMLD5 is dan ook beperkter aangezien deze wel een registratieplicht bevat voor aanbieders die zich bezighouden met diensten voor het wisselen tussen cryptocurrency en fiduciaire valuta, maar geen registratieplicht voor aanbieders die zich bezighouden met diensten voor het wisselen tussen verschillende cryptocurrencies.

Het begrip cryptocurrency is verder van belang voor zowel een aanbieder van wisseldiensten tussen virtuele en fiduciaire valuta, als een aanbieder van waarportemonnees. Het gaat de reikwijdte van deze bijdrage echter te buiten om de respectievelijke regimes van AMLD5 voor beide typen dienstverleners uitgebreider te bespreken.

2.2. MiFID2

Het doel van MiFID2 is onder meer om te zorgen voor efficiënte en transparante Europese financiële markten en het beschermen van beleggers. MiFID2 is in Nederland hoofdzakelijk geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) en relevante lagere regelgeving. Op grond van de Wft is het in beginsel verboden om beleggingsdiensten te verlenen en/of beleggingsactiviteiten te verrichten in Nederland zonder een vergunning als beleggingsonderneming te hebben verkregen van de AFM,³⁵ tenzij er een uitzondering of vrijstelling van toepassing is danwel een ontheffing kan worden verkregen.

Om een activiteit te kunnen kwalificeren als het verlenen van beleggingsdiensten danwel het verrichten van beleggingsactiviteiten, dient deze betrekking te hebben op een financieel instrument. Tokens vallen niet onder de definitie van een financieel instrument in de Wft.³⁶ DNB en AFM hebben echter allebei aangegeven dat in sommige gevallen investeringstokens wel als financieel instrument kunnen kwalificeren.³⁷ Dit is bijvoorbeeld het geval als er sprake is van een beleggingsinstelling die belegt in tokens of een token welke gelijk valt te stellen aan een effect in de zin van de Wft.³⁸ Dit is afhankelijk van de overdraagbaarheid, standaardisatie (i.e. uitwisselbaarheid met andere tokens binnen dezelfde categorie) en verhandelbaarheid van de betreffende investeringstoken op de kapitaalmarkt.³⁹

Om onder de definitie van effect in de zin van de Wft te vallen zal een token moeten kwalificeren als: (i) een verhandelbaar aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht niet zijnde een appartementsrecht, (ii) een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument of (iii) elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een in onderdeel (i) of (ii) bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld.⁴⁰ Als hulpmiddel bij de kwalificatie worden effecten in de literatuur ook wel omschreven als 'in papier belichaamde rechten op toekomstig geld, door het uitgeven waarvan de emittent huidige geld ter beschikking verkrijgt, in welke rechten kan worden belegd en welke rechten meestal gestandaardiseerd en overdraagbaar zullen zijn'.⁴¹ Aangezien de verwijzing naar 'papier' stamt uit de tijd van vòòr de

31. *Kamerstukken II 2018/19, 35245, nr. 3, p. 33 (MvT)*.

32. 'Diensten voor het wisselen tussen virtuele valuta en fiduciaire valuta', *toezicht.dnb.nl* 11 november 2019.

33. 'Geen registratieplicht bij DNB voor aanbieders van crypto-to-crypto omwisseldiensten', *toezicht.dnb.nl* 11 november 2019.

34. Financial Action Task Force, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, fatgafi.org juni 2019, p. 13.

35. Art. 2:96 lid 1 Wft.

36. Art. 1:1 Wft.

37. Autoriteit Financiële Markten & De Nederlandsche Bank, *Crypto's: Aanbevelingen voor een regelgevend kader*, dnb.nl december 2018.

38. AFM, 'Cryptobezit in Nederland: stand van zaken', *afm.nl* geraadpleegd op 10 februari 2021.

39. M.A.R. Nannings, 'Kwalificatie van crypto-assets als effect', *TvFR* 2019, nr. 12, p. 626-629.

40. Art. 1:1 Wft.

41. M.W. den Boogert, J.M. van Dijk & S.E. Eisma, *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002. En: R.A. Wolf, 'De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV', *VDHI* 2013/116, par. 6.2.3.5.

opkomst van tokens zoals Bitcoin (2008), kan worden betoogd dat voornoemd hulpmiddel en de huidige definitie van effect in de Wft wel degelijk bruikbaar zijn voor de kwalificatie van tokens als effect. Een stablecoin zou bijvoorbeeld als effect kunnen kwalificeren, indien het kan worden aangemerkt als een verhandelbaar waardebewijs met dezelfde eigenschappen als een aandeel. De centrale uitgever of het onderliggende protocol van de stablecoin zal dan echter een bepaalde vorm van aandeelhoudersrechten moeten hebben toegekend om het houden van de stablecoin gelijkend te maken aan het houden van een aandeel in bijvoorbeeld een naamloze of besloten vennootschap. Uiteindelijk zal de Nederlandse wetgever of toezichthouder moeten beslissen of (en zo ja, wanneer) een token als effect kan worden aangemerkt. MiFID2 lijkt in ieder geval ruimte te laten voor deze interpretatie.⁴²

Maar ook als een token niet als effect kwalificeert is het in principe mogelijk dat het alsnog kwalificeert als een financieel instrument in de zin van art. 1:1 Wft indien het gaat om een derivaat met tokens als onderliggende waarde (bijvoorbeeld futures of *contracts for differences* met tokens als onderliggende waarde).⁴³

In het kader van het Digital Finance Package is de EC recentelijk met een voorstel gekomen om de definitie van 'financiële instrumenten' in MiFID2 te wijzigen, zodat deze ook expliciet financiële instrumenten op basis van DLT zal omvatten.⁴⁴ Hiermee hoopt de EC duidelijker te maken dat tokens ook als financieel instrument gekwalificeerd kunnen worden en zodoende de uitgevers van (danwel dienstverleners omtrent) deze tokens aan de vereisten van MiFID2 zullen moeten voldoen.

2.3. PSD2 en EMD2

De PSD2 regelt het betalingsverkeer van consumenten en bedrijven. Ook de PSD2 is in Nederland hoofdzakelijk geïmplementeerd in de Wft. Op grond van de Wft is het thans in beginsel verboden om in Nederland betaaldiensten (zoals uiteengezet in bijlage I bij PSD2) aan te bieden zonder in het bezit te zijn van een vergunning als bank of betaalinstantie,⁴⁵ tenzij er een uitzondering of vrijstelling van toepassing is. Wederom hangt het af van het type stablecoin of dienstverlening daaromtrent kwalificeert als een betaaldienst in de zin van de Wft.

In de praktijk zal men al gauw tot de conclusie komen dat de meeste betaaldiensten te doen hebben met 'geldmiddelen', wat in de Wft als giraal geld, chartaal geld of elektronisch geld wordt gedefiniëerd.⁴⁶ Elektronisch geld wordt in de Wft gedefiniëerd als 'geldswaarde die elektronisch of magnetisch

is opgeslagen die een vordering op de uitgever vertegenwoordigt, die is uitgegeven in ruil voor ontvangen geld om betalingstransacties te verrichten als bedoeld in artikel 4, punt 5, van de richtlijn betaaldiensten, en waarmee betalingen kunnen worden verricht aan een andere persoon dan de uitgever'.⁴⁷

Alhoewel het op het eerste gezicht voor de hand liggend lijkt om cryptocurrency onder elektronisch geld te scharen, heeft de Nederlandse wetgever heeft ten tijde van de implementatie van EMD2 niet voorzien in een toelichting waaruit valt op te maken dat cryptocurrency (of meer specifiek stablecoins) onder het begrip van elektronisch geld zou moeten vallen.⁴⁸ De Minister van Financiën heeft eerder aangegeven dat Bitcoin (een cryptocurrency) niet onder de definitie van (elektronisch) geld in de zin van de Wft valt, aangezien het houden van Bitcoin geen vordering op een uitgever betreft. Tevens achtte de Minister het vooralsnog niet wenselijk om cryptocurrency onder de definitie van elektronisch geld te scharen vanwege de beperkte omvang, de relatief lage acceptatiegraad en de beperkte relatie tot de reële economie.⁴⁹ Ook de AFM heeft aangegeven dat zij cryptocurrency op het moment niet als wettig betaalmiddel beschouwt.⁵⁰ Aangezien het verder ook niet is uitgekristalliseerd of en welke specifieke tokens als goederen kunnen worden beschouwd in het Nederlandse vermogensrecht,⁵¹ lijkt het in de rede te liggen dat betaaldiensten die uitsluitend zien op cryptocurrency (waaronder stablecoins) in principe vooralsnog buiten het bereik van de Nederlandse implementatiewetgeving van PSD2 en EMD2 vallen.

Dit is mogelijk wel anders indien een specifiek *onderdeel* van de dienst omtrent cryptovaluta ziet op, of gebruikt maakt van, fiduciaire valuta (lees: giraal, chartaal of elektronisch geld). Het is bijvoorbeeld mogelijk dat een cryptodienstverlener betalingen afwikkelt tussen twee partijen door van één partij betalingen in cryptocurrency te accepteren en de andere partij in fiduciaire valuta uit te betalen. Voor dit laatste deel van de transactie zal de cryptodienstverlener mogelijkerwijs kwalificeren als betaaldienstverlener onder de Wft. DNB heeft overigens recentelijk verschillende cryptodienstverleners opgenomen in haar register betreffende betaalinstanties, zoals de vennootschappen achter de relatief bekende partijen Bitonic, Bitpanda en LiteBit. Overigens staan deze cryptodienstverleners in het register opgenomen als dienstverlener uitgezonderd van PSD2⁵² of als opererend onder een Europees paspoort.

42. M.A.R. Nannings, 'Kwalificatie van crypto-assets als effect', *TvFR* 2019, nr. 12, p. 629.

43. *Kamerstukken II 2017/18, 32013*, nr. 168. En: G.J. Brugman & M. Boulos Jaraisy, 'Cryptovaluta, wel of niet onder toezicht', *VFP* 2018/52.

44. COM(2020)596 def.

45. Art 2:3a lid 1 Wft.

46. Art. 1:1 Wft.

47. Art. 1:1 Wft.

48. *Kamerstukken II 2010/11, 32826*, nr. 3 (*MvT*).

49. *Aanhangsel Handelingen II 2013/14*, nr. 830.

50. 'Staat dienstverlening met betrekking tot beleggen in crypto's onder toezicht in Nederland?', *afm.nl* geraadpleegd op 10 februari 2021.

51. J.L. Snijders & Y.C. Tonino, 'Goederenrechtelijke status van bitcoin (kapitaalkracht)', *FIP* 2018/06, p. 46-55 En: V. Tweehuysen, 'Goederenrechtelijk puzzelen met bitcoins', *AA juli/augustus 2018*, p. 602-610.

52. Art. 1:5a sub k en l Wft.

2.4. UCITSD en AIFMD

Het is eveneens interessant om kort stil te staan bij de mogelijke toepasselijkheid van de bepalingen van de UCITSD en AIFMD (zoals geïmplementeerd in de Wft) in het kader van beleggingen omtrent cryptocurrency. De richtlijnen betreffen twee aparte, naast elkaar bestaande regelgevende regimes gericht tot met name beleggingsinstellingen en hun beheerders, waarbij een alternatieve beleggingsinstelling (hierna: abi) alleen als zodanig kan kwalificeren als het niet een instelling voor collectieve belegging in effecten betreft (hierna: icbe) op grond van de UCITSD.

Een icbe wordt in de Wft gedefinieerd als een maatschappij voor collectieve belegging in effecten of fonds voor collectieve belegging in effecten.⁵³ Een instelling die uitsluitend in tokens (waaronder stablecoins) belegt, zal onder omstandigheden als icbe kunnen kwalificeren indien één van deze tokens als effect kwalificeert. Hierbij gaat het eerdergenoemde met betrekking tot de definitie van effecten in de Wft wederom op.

Een beleggingsinstelling die uitsluitend in tokens (waaronder stablecoins) belegt en niet als icbe kwalificeert, zal in de regel als abi worden bestempeld. Een abi is een instelling voor collectieve belegging die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen, en die geen icbe is.⁵⁴ Een abi kan de vorm aannemen van een beleggingsfonds of beleggingsmaatschappij.⁵⁵

De AFM heeft in 2018 in een open brief aan de sector haar zorgen geuit met betrekking tot de toename van abi's die in tokens investeren. De AFM constateert daarbij wel dat een flink aantal van dit soort fondsen deelneemt aan het lichtere registratieregime.⁵⁶ In deze brief heeft de AFM ook additionele prudentiële vragen opgesteld die door beheerders van deze beleggingsinstellingen positief moeten kunnen worden beantwoord alvorens deze partijen voor een vergunning in aanmerking kunnen komen. Deze vragen hebben voornamelijk betrekking op liquiditeitsbeheer en waardering.⁵⁷

Deelnemersrechten in abi's of icbe's zouden in de praktijk ook kunnen worden gerepresenteerd door tokens. Een dergelijke constructie valt in beginsel ook binnen het toezicht van de AFM, ook als de onderliggende portefeuille zelf geen tokens omvat. Dit kan bijvoorbeeld een abi zijn met een onderliggende vastgoedportefeuille, waarbij deelnemersrechten in de abi zijn uitgegeven in de vorm van crypto's. Volgens de AFM is het enkele feit dat een aanbieder crypto's uitgeeft met vastgoed als onderliggende waarde, onvoldoende om aan te nemen dat deze activiteit buiten het toezicht valt.⁵⁸

53. Art. 1:1 Wft.

54. Art. 1:1 Wft en art. 4 lid 1 AIFMD.

55. Art. 1:1 Wft.

56. 'Management of crypto investment funds', afm.nl 13 juni 2018.

57. Mr. R.E. Labeur & T.W.G. de Wit, 'Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen', *TvFR* 2018, nr. 11.

58. 'Crypto's met vastgoed als onderliggende waarde vallen onder toezicht', afm.nl 23 november 2018.

2.5. SIPS-Verordening

De SIPS-verordening van de ECB bevat toezichtvereisten voor systeemrelevante betalingssystemen (hierna: SIPS) en is van toepassing op betalingssystemen die worden beheerd door zowel centrale banken als particuliere exploitanten. De verordening heeft tot doel de veiligheid en efficiëntie van SIPS te verbeteren en, door de afzonderlijke systemen te reguleren, systeemrisico's te beperken en de stabiliteit van het algehele financiële systeem te waarborgen.⁵⁹

De Crypto-Assets Task Force van de ECB (hierna: CATF) signaleert in haar onlangs gepubliceerde rapport dat bepaalde stablecoins, gereguleerd of niet, als systemisch betalingssysteem kunnen kwalificeren welke onder het toezicht van het Eurosysteem zou moeten vallen.⁶⁰ Evenwel vallen stablecoins slechts binnen de reikwijdte van de SIPS-verordening indien binnen het betreffende stablecoin-protocol (i.e. de (software)regels waar de stablecoin op is gebaseerd) ook betalingen in euro worden afgewikkeld en bovendien aan enkele (relatief significante)⁶¹ volume-vereisten wordt voldaan.⁶²

De SIPS-verordening definieert een betalingssysteem als: 'een formele regeling tussen drie of meer deelnemers, ... met gemeenschappelijke regels en gestandaardiseerde regelingen voor de uitvoering van betalingsopdrachten tussen de deelnemers'.⁶³ Een betalingsopdracht kwalificeert onder de SIPS-verordening als een opdracht van een deelnemer aan het systeem, om door middel van een boeking op de rekeningen van een kredietinstelling, een centrale bank of een afwikkelende instantie een geldbedrag ter beschikking van een ontvanger te stellen, of iedere opdracht die resulteert in het op zich nemen of het nakomen van een betalingsverplichting zoals gedefinieerd in de regels van het systeem.⁶⁴ Een deelnemer is een door een betalingssysteem geïdentificeerde of herkende entiteit die, direct of indirect, bevoegd is betalingsopdrachten naar dat systeem te verzenden en daar betalingsopdrachten van kan ontvangen.⁶⁵ Wij delen de observatie van de CATF dat stablecoins als systemisch betalingssysteem zouden kunnen kwalificeren, gezien de brede opzet van deze definities. Naar onze mening laten deze definities dan ook ruimte voor de toepasselijkheid op een stablecoin-protocol dat betalingen afwikkelt

59. 'Revision of the Regulation on oversight requirements for systemically important payment systems (the SIPS Regulation)', *ecb.europa.eu* 27 november 2020.

60. ECB Crypto-Assets Task Force, 'Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area', *ECB Occasional Paper*, 2020/247.

61. Ter referentie: één van de vereisten waaraan een betalingssysteem kan voldoen om als SIPS te kwalificeren is het verwerken van betalingen met een totale gemiddelde waarde van meer dan 10 miljard euro per dag (art. 1 lid 3 SIPS-verordening).

62. Art. 3 SIPS-verordening.

63. Art. 2 SIPS-verordening.

64. Art. 2 sub i SIPS-verordening.

65. Art. 2 SIPS-verordening.

voor de houders van deze stablecoin, mits er ook een significante hoeveelheid betalingen in euro worden afgewikkeld waardoor de centrale uitgever of het stablecoin-protocol zelf als SIPS kwalificeert.

In november 2020 is de ECB de consultatie gestart voor een wijziging van de SIPS-verordening, waarin aan de raad van bestuur van de ECB de bevoegdheid wordt toegekend om een betalingssysteem als SIPS te kwalificeren waar een dergelijke beslissing passend zou zijn, rekening houdend met (i) de aard en de omvang en complexiteit van het betalingssysteem; (ii) de aard en het belang van zijn deelnemers; (iii) de substitueerbaarheid van het betalingssysteem en de beschikbaarheid van alternatieven en (iv) de relatie, onderlinge afhankelijkheden en andere interacties die het systeem heeft met het bredere financiële systeem.⁶⁶

De ECB presenteert deze wetswijziging in het licht van 'snel veranderende technologische trends en veranderende consumentenvoorkeuren die de manier waarop betalingen worden gedaan fundamenteel kunnen veranderen', waardoor een 'flexibele en toekomstgerichte' kwalificatie van betalingssystemen als SIPS nodig zouden moeten zijn.⁶⁷ Met deze bevoegdheid zou de ECB systeemrelevante stablecoins ook als SIPS kunnen aanwijzen, waardoor deze onder haar toezicht zouden komen te staan.

3. Voorstel voor de MiCa-verordening en stablecoins

Het voorstel voor de MiCa-verordening is van toepassing op alle tokens die onder de noemer vallen van: 'een digitale weergave van waarde of rechten die elektronisch kan worden overgedragen en opgeslagen, met gebruikmaking van DLT of vergelijkbare technologie'. Hiermee probeert de EC een uitputtend en geharmoniseerd regelgevend kader voor de crypto-markt binnen de EU op te zetten. Zoals besproken in de inleiding van deze bijdrage, worden in het voorstel voor de MiCa-verordening drie categorieën tokens geïdentificeerd: e-money-tokens, gebruikstokens en asset-referenced tokens. De MiCa-verordening kent dan ook drie verschillende titels met specifieke regelgevende regimes die op deze tokens betrekking hebben. Opvallend is dat titel II van de MiCa-verordening is opgesteld als algemeen regime dat slechts van toepassing is op tokens 'niet zijnde asset-referenced of e-money-tokens', maar wel onder de hierboven genoemde definitie van tokens vallen. Hiermee laat de EC de strakke classificatie van drie soorten tokens los door geen aparte titel voor gebruikstokens te creëren, maar deze onder het algemene 'vangnet' regime in de tweede titel te laten vallen.⁶⁸

3.1. Algemene toepassingsbereik van de MiCa-verordening

Het toepassingsbereik van de MiCa-verordening is beperkt tot tokens die niet reeds kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van MiFID2. Zo wordt voorkomen dat tokens tegelijkertijd onder twee afzonderlijke regelgevende regimes vallen. Of een token als financieel instrument kwalificeert, wordt onder MiFID2 bepaald door de functie van het instrument, niet door de techniek erachter.

Tokens die als elektronisch geld kwalificeren onder de EMD2 zijn ook uitgesloten van het toepassingsbereik van de MiCa-verordening, tenzij deze tokens als e-money-token kwalificeren onder de MiCa-verordening zelf, waarover later meer. Ook tokens die kwalificeren als deposito's, gestructureerde deposito's en securitisaties zijn uitgesloten van het toepassingsbereik van de verordening. Tot slot worden enkele (al dan niet publiekrechtelijke) entiteiten uitgesloten van de werking van de verordening, waaronder de ECB.⁶⁹

3.2. Toepassingsbereik MiCa-verordening op stablecoins

De MiCa-verordening komt niet met een aparte definitie voor stablecoins. Afhankelijk van de technische eigenschappen van de stablecoin, kan deze ofwel onder het regime van asset-referenced tokens vallen, ofwel onder het regime van e-money-tokens. De EC benadrukt dit ook in de toelichting bij haar voorstel voor de verordening.⁷⁰ In de toelichting verklaart de EC tot een combinatie van twee verschillende opties voor het reguleren van stablecoins te zijn gekomen, te weten zowel via het specifieke regime in de MiCa-verordening als via EMD2, teneinde regelgevingsarbitrage te voorkomen (dat wil zeggen regelgevingsarbitrage tussen stablecoins die niet zijn te onderscheiden van elektronisch geld en de behandeling van elektronisch geld dat middels DLT wordt uitgegeven).⁷¹

Uitgevers van e-money-tokens dienen te voldoen aan twee regelgevende regimes, namelijk dat van de EMD2 en de MiCa-verordening. Dit lijkt niet in lijn te zijn met het zelfverklaarde principe van de EC dat Uniewetgeving inzake financiële diensten niet één bepaalde technologie mag begunstigen: uitgevers van e-money-tokens moeten hier aan meer regels voldoen dan uitgevers van andere soorten tokens of elektronisch geld.⁷² Daarnaast zullen uitgevers van deze e-money-tokens die gebruik willen maken van een vergunning onder de MiCa-verordening om in de Europese markt te opereren, gedwongen worden om de respectievelijke token eigenschappen

66. 'Revision of the Regulation on oversight requirements for systemically important payment systems (the SIPS Regulation)', *ecb.europa.eu* 27 november 2020.

67. 'Revision of the Regulation on oversight requirements for systemically important payment systems (the SIPS Regulation)', *ecb.europa.eu* 27 november 2020.

68. Titel II COM(2020)593 def.

69. Art. 2 lid 2 COM(2020)593 def.

70. COM(2020)593 def., p. 11.

71. COM(2020)593 def., p. 9.

72. COM(2020)593 def., p. 19.

van elektronisch geld te laten aannemen. Dit betekent dat een e-money-token bijvoorbeeld altijd aan de eigenschappen moet voldoen dat het een vordering op de uitgever betreft en op elk moment tegen nominale waarde kan worden ingewisseld. Deze aanvullende vereisten kunnen innovatie binnen de cryptomarkt in de weg staan.⁷³

Het verschil tussen asset-referenced en e-money-tokens luistert nauw. Asset-referenced tokens proberen een stabiele waarde te behouden door te verwijzen naar valuta die wettige betaalmiddelen zijn, naar één of meer grondstoffen, naar één of meer tokens, of naar een mandje van dergelijke activa.⁷⁴ E-money-tokens proberen een stabiele waarde te behouden door te verwijzen naar de waarde van één fiduciaire valuta die ook een wettig betaalmiddel is.⁷⁵ De functies van beide soorten tokens zijn het gebruik als betaalmiddel en waardeopslag. In het voorstel voor de MiCa-verordening heeft de EC echter bepalingen opgenomen om ervoor te zorgen dat deze tokens voornamelijk als betaalmiddel en niet als waardeopslag worden gebruikt. Deze bepalingen schrijven voor dat er geen rente mag worden toegekend aan gebruikers van asset-referenced tokens of e-money-tokens voor de tijd dat gebruikers deze tokens houden.⁷⁶

In de definities van asset-referenced en e-money-tokens beschrijft de EC het stabilisatiemechanisme van deze tokens door te stellen dat zij een stabiele waarde proberen te behouden door te verwijzen naar de waarde van bijvoorbeeld één of meer fiduciaire valuta. Het is echter onduidelijk of deze definitie wel duidelijkheid biedt voor stablecoins die refereren aan één fiduciaire valuta, maar als stabilisatiemechanisme andere vormen van activa op de balans aanhouden. De stablecoin Dai refereert bijvoorbeeld 1:1 aan de dollar, maar heeft andere tokens als onderpand om de koers stabiel te houden.⁷⁷ Het is ten aanzien van de Dai onduidelijk of deze als asset-referenced of e-money-token geclassificeerd kan worden, nu deze verwijst naar fiduciaire valuta (de dollar) en dus als e-money-token gezien kan worden, en een stabiele waarde probeert te houden door verschillende activa op de balans te houden (tokens) en dus ook kwalificeert als asset-referenced token.⁷⁸ Hiermee doen de definities van asset-referenced en e-money-tokens dus geen recht aan de technologische werkelijkheid. Het is tevens onduidelijk

wanneer het activum waar de desbetreffende token aan refereert 'stabiel' wordt geacht. Worden bijvoorbeeld bepaalde edelmetalen als stabiel beschouwd in vergelijking met de euro of dollar?⁷⁹ Wanneer wordt stabiliteit geacht te zijn bereikt? Het lijkt enigszins onnodig om 'stabiel' als element in de definitie van asset-referenced en e-money-tokens op te nemen, de EC zou kunnen volstaan door te verwijzen naar het feit dat de waarde van een stablecoin (deels) gedekt is door één of meerdere andere activa.

Het valt tevens op te merken dat de EC er met deze definiëring expliciet voor heeft gekozen om stablecoins gebaseerd op een algoritmisch stabilisatiemechanisme uit te sluiten van het toepassingsbereik van de MiCa-verordening. Dit type stablecoin hoeft niet als asset-referenced of e-money-token te worden beschouwd op voorwaarde dat de stablecoin zijn waarde niet probeert te behouden door naar één of meerdere andere activa te verwijzen.⁸⁰ De EC meent dat asset-referenced tokens hogere risico's met zich meebrengen met betrekking tot consumentenbescherming en marktintegriteit, omdat deze tokens door het brede publiek kunnen worden geaccepteerd als bruikbaar middel. Het is naar onze mening enigszins arbitrair waarom asset-referenced tokens in de ogen van de EC meer potentie hebben voor draagvlak onder het algemene publiek in vergelijking met stablecoins gebaseerd op een algoritmisch stabilisatiemechanisme. Wat betreft huidige marktkapitalisatie valt er voor algoritmische stablecoins echter nog veel te winnen. De marktkapitalisatie van algoritmische stablecoins als Ampleforth en Empty Set Dollar valt momenteel in de orde van grootte van enkele honderden miljoenen dollars. Ter vergelijking: Bitcoin, de meest bekende cryptocurancy (maar geen stablecoin) heeft op het moment van schrijven een (nogal volatiele) marktkapitalisatie van rond de 890 miljard dollar.⁸¹

3.3. Uitzonderingen op het toepassingsbereik van de MiCa-verordening op stablecoins

Uitgevers van asset-referenced tokens dienen onder de MiCa-verordening een vergunning te verkrijgen van de bevoegde autoriteit van de Europese lidstaat waar desbetreffende uitgever zijn statutaire zetel heeft. Dit is echter niet het geval wanneer (i) over een periode van twaalf maanden het gemiddelde uitstaande bedrag aan asset-referenced tokens niet meer dan vijf miljoen euro bedraagt of (ii) de asset-referenced tokens uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden. De respectievelijke uitgevers dienen echter wel een whitepaper

73. Malta Chamber of Commerce, 'Critical Analysis and Proposals on MiCA', ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives, 2 december 2020.

74. Art. 3 COM(2020)593 def.

75. Art. 3 COM(2020)593 def.

76. Art. 36 en 45 COM(2020)593 def.

77. 'The Maker Protocol: MakerDAO's Multi-Collateral Dai (MCD) System', makerdao.com, geraadpleegd op 10 februari 2021.

78. 'Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (MiCA) and a pilot regime for market in-frastructures based on distributed ledger technology', bitkom.org, 16 oktober 2020.

79. T. Dünser en C. Billek, 'Review of the EU-Digital Finance Package (MiCA, Pilot Regime of DLT-MTF) and Recommendations', ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives, 18 december 2020.

80. COM(2020)593 def., p. 21.

81. Omstreeks 11 februari 2021.

op te stellen en zichzelf met dit whitepaper aan te melden bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst.⁸²

Het systeem voor uitgevers van e-money-tokens werkt net iets anders. Dergelijke uitgevers dienen (i) reeds een vergunning te hebben als kredietinstelling of elektronischgeldinstelling in de zin van de EMD2, (ii) te voldoen aan de doorlopende toezichtsvereisten uit deze richtlijn en (iii) een whitepaper te hebben gepubliceerd waarvan kennis is gegeven aan de bevoegde autoriteit.⁸³ De hierboven genoemde uitzonderingen van de vergunningsplicht voor asset-referenced tokens gelden eveneens voor e-money-tokens, namelijk (i) als over een periode van twaalf maanden het gemiddelde uitstaande bedrag aan e-money-tokens niet meer dan vijf miljoen euro bedraagt of (ii) de e-money-tokens uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden. Daarmee is één en ander gelijkgetrokken met de vrijstellingen onder de EMD2 waar reeds een bovengrens van vijf miljoen euro geldt.

In het voorstel voor de MiCa-verordening is overigens geen duidelijkheid gecreëerd ten aanzien van uitgevers van volledig gedecentraliseerde cryptocurrency, zoals bijvoorbeeld Bitcoin. Het is nu onder andere onduidelijk welke partij in dat geval verantwoordelijk zou zijn voor het opstellen van het whitepaper (door het ontbreken van een centrale uitgever), of het vereiste van rechtspersoonlijkheid binnen de EU ook geldt⁸⁴ en of dienstverlening omtrent dit type tokens beschikbaar zal zijn voor Europese burgers na inwerkingtreding van de MiCa-verordening.⁸⁵

3.4. Significante asset-referenced en e-money-tokens

In de MiCa-verordening heeft de EC ook twee hoofdstukken opgenomen die significante asset-referenced en e-money-tokens reguleren. Deze tokens worden als significant beschouwd door de potentieel grote cliëntenbasis van hun promotoren en aandeelhouders, hun potentieel grote marktkapitalisatie, de potentiële omvang van de activareserve die de waarde van dergelijke asset-referenced tokens of e-money-tokens dekken, het potentieel grote aantal transacties, de potentiële verwevenheid met het financiële stelsel of het potentieel grensoverschrijdende gebruik van die tokens.⁸⁶ Het regelgevend kader van de MiCa-verordening voor significante tokens kan daarmee relevant zijn voor uitgevers van stablecoins die door het brede publiek omarmd

worden als geaccepteerd betaalmiddel, zoals bijvoorbeeld de bekende stablecoin Tether of het stablecoin initiatief Diem.

De MiCa-verordening bevat nog geen drempelwaarden met betrekking tot wanneer een uitgever van tokens op basis van de hierboven genoemde factoren als significant mag worden beschouwd. Dit kan later worden vastgesteld door de EC door middel van een gedelegeerde handeling. Wel staan in de verordening enkele *de minimis* drempelwaarden opgenomen.⁸⁷

Om de financiële stabiliteit en de transmissie van het monetaire beleid of monetaire soevereiniteit te waarborgen stelt de EC meer stringente eisen aan uitgevers van significante asset-referenced en e-money-tokens. Deze aanvullende vereisten zien onder meer op beloningsbeleid, eigenvermogensvereisten, beleid inzake liquiditeitsbeheer en interoperabiliteit.⁸⁸ De aanvullende vereisten ten aanzien van uitgevers van significante e-money-tokens zijn dezelfde als voor asset-referenced tokens en moeten daarnaast voldoen aan bepaalde vereisten ten aanzien van bewaring en belegging van reserve-activa die voor zowel niet-significante als significante asset-referenced tokens gelden.⁸⁹ Daarnaast worden aan de Europese Bankautoriteit bepaalde toezichtsbevoegdheden toegekend met betrekking tot significante asset-referenced en e-money-tokens.⁹⁰

4. CBDC en de digitale euro

Tot slot zullen wij kort stilstaan bij het fenomeen digitaal centralebankgeld ofwel *Central Bank Digital Currency* (hierna: CBDC). Door de opkomst van het digitale tijdperk en een gestage afname van het aantal contante betalingen, zijn verschillende centrale banken, waaronder DNB,⁹¹ momenteel bezig met het verkennen van de mogelijkheid tot het uitgeven van CBDC.

De ECB heeft op 2 oktober 2020 een rapport gepubliceerd over een mogelijke uitgifte van een digitale euro – een elektronische vorm van contant geld die door het Eurosysteem zou worden uitgegeven en toegankelijk zou zijn voor alle burgers en bedrijven.⁹² Volgens de ECB zou een digitale euro onder meer het huidige aanbod van contant geld en centralebankdeposito's van banken kunnen aanvullen en burgers

82. Art. 15 COM(2020)593 def.

83. Art. 43 COM(2020)593 def.

84. Art. 15 lid 3 van COM(2020)593 def.

85. 'Bitkom Position Paper on the European Commission's proposals on Markets in Crypto-Assets (MiCA) and a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology', *bitkom.org*, 16 oktober 2020.

86. COM(2020)593 def, p. 27.

87. Art. 39 en 50 van COM(2020)593 def.

88. Art. 41 van COM(2020)593 def.

89. Art. 52 van COM(2020)593 def.

90. Titel VII, hoofdstuk 3, COM(2020)593 def.

91. DNB heeft ook aangegeven te zijner tijd een voortrekkersrol te willen vervullen op dit vlak. Zie: DNB, 'Digitaal centralebankgeld: Doelstellingen, randvoorwaarden en ontwerpkeuzes', *DNB Occasional Studies Volume 18-1*, 21 april 2020.

92. ECB, 'Rapport over een digitale euro', *ecb.europa.eu* oktober 2020.

toegang kunnen bieden tot een veilige vorm van geld in de snel veranderende digitale wereld.⁹³

Met de introductie van CBDC's zoals de digitale euro wordt eveneens gepoogd te kunnen voorzien in een veilig en betrouwbaar alternatief voor de opkomst van private stablecoins die, ondanks hun innovatieve karakter, door centrale banken en toezichhouders vooralsnog veelal als risicovol en mogelijk zelfs als een gevaar voor de stabiliteit van het financiële stelsel worden beschouwd.⁹⁴

De juridische kwalificatie van een CBDC zal in de praktijk met name worden bepaald door hoe zij technisch is vormgegeven. Afhankelijk daarvan, zou een CBDC mogelijk kwalificeren als giraal geld, elektronisch geld of een eventuele andere, unieke figuur.⁹⁵ Volgens de ECB kwalificeert een digitale euro echter uitdrukkelijk niet als een stablecoin of crypto-asset, met name omdat een digitale euro een vorm van veilig geld zal zijn uitgegeven door de ECB, hetgeen bij crypto-assets zoals stablecoins, gezien hun volatiele aard en het feit dat hun waarde niet wordt gegarandeerd door een betrouwbare instelling, in principe niet het geval is.⁹⁶ In het licht daarvan lijkt het er niet op dat een digitale euro of een CBDC uitgegeven door een nationale centrale bank binnen de reikwijdte van de MiCa-verordening zou komen te vallen, mede inachtig dat de ECB en nationale centrale banken van de Europese lidstaten in principe buiten de reikwijdte van de verordening zullen vallen.⁹⁷

5. Conclusie

Met haar voorstel voor de MiCa-verordening heeft de EC een nieuw zelfstandig regime geïntroduceerd voor tokens. Cryptocurrencies, waaronder stablecoins, vallen ook onder de ruime definitie van tokens, waarmee dienstverlening omtrent stablecoins gereguleerd zal worden onder de MiCa-verordening wanneer deze in werking zal treden. Alleen de regelgevende regimes met betrekking tot asset-referenced en e-money-tokens van de MiCa-verordening zullen voor stablecoins komen te gelden, afhankelijk van de technische eigenschappen van de stablecoin, waaronder het onderliggende stabilisatiemechanisme.

Afhankelijk van de functionaliteit, technische eigenschappen en omvang van de stablecoin op de kapitaalmarkt zal de uitgever eventueel ook moeten voldoen aan registratie, vergunnings- en andere doorlopende toezichtsvereisten onder bestaande Europese en Nederlandse (implementatie)wetgeving zoals AMLD5, PSD2, MiFID2, EMD2, UCITS2, AIFMD en/of de SIPS-verordening.

Het zal voor de uitgever van en dienstverlener omtrent een stablecoin echter altijd nodig zijn om een vergunning te halen onder de MiCa-verordening,⁹⁸ waarbij het in sommige gevallen kan voorkomen dat er aan meerdere regelgevende regimes zal moeten worden voldaan. Dit is bijvoorbeeld het geval voor uitgevers van e-money-tokens, welke moeten voldoen aan de vereisten uit zowel de EMD2 en de MiCa-verordening. Het is de vraag of dergelijke overlap gunstig is voor innovatie omtrent tokens, wat nu juist één van de kerndoelen is van de MiCa-verordening.⁹⁹ Tokens die als financieel instrument kwalificeren zijn dan weer expliciet van de werkingssfeer van de MiCa-verordening uitgezonderd.

Ook zal de EC nog moeten schaven aan de definities van asset-referenced tokens en e-money-tokens, aangezien de huidige bewoordingen niet volledig aansluiten bij de techniek achter stablecoins. De diversiteit aan mogelijke stabilisatiemechanismen zorgt in combinatie met de huidige definities dat het niet altijd duidelijk is of een stablecoin binnen de regelgevende regimes van asset-referenced en e-money-tokens zal vallen, of welke van de twee regimes onderling van toepassing zal zijn.

Ten slotte zal de markt de ontwikkelingen van het initiatief rondom CBDC en de mogelijke introductie van een digitale euro nauwlettend blijven volgen. De juridische kwalificatie van een CBDC zal in de praktijk met name afhangen van de technische vormgeving daarvan, waarbij het er vooralsnog niet op lijkt dat CBDC's binnen de reikwijdte van de MiCa-verordening zullen komen te vallen.

93. ECB, 'Rapport over een digitale euro', *ecb.europa.eu* oktober 2020.

94. ECB, *Rapport over een digitale euro*, *ecb.europa.eu* oktober 2020, p. 50. Zie ook: 'Christine Lagarde: The future of money – innovating while retaining trust', *L'ENA hors les murs magazine*, 30 november 2020.

95. DNB, 'Digitaal centralebankgeld: Doelstellingen, randvoorwaarden en ontwerpkeuzes', *DNB Occasional Studies Volume 18-1*, 21 april 2020, p. 30.

96. ECB, *Rapport over een digitale euro*, *ecb.europa.eu* oktober 2020, p. 51-52.

97. Art. 2 lid 3 sub a COM(2020)593 def.

98. Art. 15, 43 en 53 COM(2020)593 def.

99. COM(2020)593 def, p.1.